

Krzysztof Waśniewski

Decyzje
inwestycyjne
współczesnej
korporacji
– dylematy racjonalności

Krzysztof Waśniewski

**Decyzje
inwestycyjne
współczesnej
korporacji
– dylematy racjonalności**

**Krakowska Akademia
im. Andrzeja Frycza Modrzewskiego
2011**

Rada Wydawnicza Krakowskiej Akademii im. Andrzeja Frycza Modrzewskiego:
Klemens Budzowski, Maria Kapiszewska, Zbigniew Maciąg, Jacek M. Majchrowski

Recenzja: prof. dr hab. Renata Oczkowska

Redaktor prowadzący: Halina Baszak-Jaroń

Projekt okładki: Oleg Aleksejczuk

Adiustacja: zespół

Indeks nazwisk: Oleg Aleksejczuk

ISBN 978-83-7571-184-4

Copyright© by Krakowska Akademia im. Andrzeja Frycza Modrzewskiego
Kraków 2011

Żadna część tej publikacji nie może być powielana ani magazynowana
w sposób umożliwiający ponowne wykorzystanie,
ani też rozpowszechniana w jakiegokolwiek formie
za pomocą środków elektronicznych, mechanicznych, kopiujących, nagrywających i innych,
bez uprzedniej pisemnej zgody właściciela praw autorskich

Na zlecenie:



Krakowskiej Akademii
im. Andrzeja Frycza Modrzewskiego
www.ka.edu.pl

Wydawca:

Krakowskie Towarzystwo Edukacyjne sp. z o.o. – Oficyna Wydawnicza AFM,
Kraków 2011

Sprzedaż prowadzi:

Księgarnia U Frycza

Kampus Krakowskiej Akademii im. Andrzeja Frycza Modrzewskiego

ul. Gustawa Herlinga-Grudzińskiego 1, 30-705 Kraków

tel./faks: (12) 252 45 93

e-mail: ksiegarnia@kte.pl

Skład: Oleg Aleksejczuk

Druk i oprawa: Krakowskie Towarzystwo Edukacyjne sp. z o.o.

Spis treści

Wstęp	7
Rozdział 1. Działalność korporacji i funkcjonowanie rynku kapitałowego w świetle nowej ekonomii instytucjonalnej	15
1.1. Historyczny rozwój korporacji jako formy przedsiębiorstwa	15
1.1.1. Geneza współczesnej korporacji	15
1.1.2. Brytyjskie imperium kolonialne, rozwój spółek akcyjnych i giełdy ..	18
1.1.3. Rewolucja francuska, migracja kapitału do Wielkiej Brytanii i regulacja rynku kapitałowego	21
1.1.4. Rewolucja przemysłowa i rozwój amerykańskiego paradygmatu korporacji	23
1.1.5. Historia gigantów	25
1.2. Klasyczna mikroekonomia i jej ograniczenia w badaniu działalności korporacji	34
1.3. Korporacja jako organizacja zarządzająca ryzykiem i kontraktami – ujęcie zagadnienia z punktu widzenia nowej szkoły neoinstytucjonalnej	39
1.4. Podsumowanie – przesłanki instytucjonalnego ujęcia działalności korporacji	48
Rozdział 2. Wewnętrzna dynamika korporacji i jej relacje z rynkiem kapitałowym	53
2.1. Konflikty interesów i procesy decyzyjne korporacji	53
2.2. Dobre praktyki korporacyjne oraz ich specyfika narodowa	58
2.3. Powiązanie korporacji z rynkiem kapitałowym i kryteria oceny funkcjonowania tego rynku	63
2.4. Pozyskiwanie kapitału i decyzje inwestycyjne korporacji	71
2.5. Efektywny rynek kapitałowy i teoria q Jamesa Tobina	78
2.6. Podsumowanie – od wewnętrznej dynamiki decyzyjnej korporacji do decyzji inwestycyjnych	87

Rozdział 3. Technologia i ryzyko w decyzjach inwestycyjnych korporacji	91
3.1. Rynki produktowe, efekty skali i mechanizmy konkurencji	92
3.2. Kontekst makroekonomiczny procesów innowacyjnych	99
3.3. Korporacja i procesy innowacyjne	105
3.4. Ryzyko związane z szybkim postępem technicznym – analiza przypadku Suncor Energy	114
3.4.1. Ryzyko deklarowane przez firmę w sprawozdaniach finansowych	116
3.4.2. Relacje firmy z otoczeniem i ryzyko systemowe	121
3.4.3. Sytuacja ekonomiczna firmy	125
3.4.4. Koncentracja i rozproszenie ryzyka korporacyjnego	129
3.5. Podsumowanie – działalność korporacji jako rozwój w warunkach ryzyka	132
Rozdział 4. Instytucjonalny model strategii korporacyjnych jako podstawa badania decyzji inwestycyjnych korporacji	137
4.1. Konfrontacja klasycznej i neoklasycznej mikroekonomii z nową szkołą instytucjonalną – podstawowe założenia modelu	137
4.2. Pojęcie strategii jako podstawa konstrukcji modelu działalności korporacji	141
4.3. Teoria gier jako podstawa formalizacji modelu strategii korporacyjnych ..	145
4.4. Formalny model strategii korporacyjnych	155
Rozdział 5. Typowe schematy działalności korporacji – badania empiryczne przy zastosowaniu modelu strategii korporacyjnych	181
5.1. Zastosowanie modelu do analizy przypadków: Royal Dutch Shell oraz Israel Corporation	181
5.1.1. Akumulacja kapitału i jego przepływy	183
5.1.2. Ład korporacyjny	190
5.1.3. Zmiany granic instytucjonalnych	192
5.1.4. Innowacyjność i efektywność ekonomiczna	195
5.1.5. Ryzyko korporacyjne	197
5.1.6. Podsumowanie – homeostaza i zmiana, dwie różne strategie korporacyjne	199
5.2. Zastosowanie modelu strategii korporacyjnych do badań ilościowych – dynamiczna równowaga polskiego rynku kapitałowego	200
5.2.1. Metoda badawcza	201
5.2.2. Wyniki badań oraz ich interpretacja	204
Podsumowanie i wnioski końcowe	211
Bibliografia	217
Indeks nazwisk	235
Aneks	241

Wstęp

Począwszy od czasów starożytnych przedsiębiorcy starali się zakładać różnego rodzaju instytucje wspólnego inwestowania, aby ryzyko przedsięwzięcia dzielić na wiele osób i aby zarządzanie przedsięwzięciem oddzielać od własności zainwestowanych środków. Rozwiązania takie znano już w starożytnej Grecji i Fenicji oraz w starożytnym Rzymie. Po kilkuset latach od upadku cesarstwa rzymskiego zostały one ponownie rozwinięte przez przedsiębiorczych kupców z Półwyspu Apenińskiego, następnie doszły do głosu w granicach brytyjskiego imperium kolonialnego, aby na przełomie XIX i XX wieku zaistnieć w USA – wraz z konsumowaniem efektów rewolucji technologicznej – jako korporacje.

Korporacja to przedsiębiorstwo o formie prawnej spółki akcyjnej (a więc przedsiębiorstwo duże), której papiery wartościowe są notowane na giełdzie – to najprostsza definicja. Funkcjonowanie nowoczesnej korporacji jest ściśle związane z możliwością czerpania środków finansowych z rynku kapitałowego dzięki prawnym instytucjom takim jak: spółki akcyjnej oraz publiczne giełdy papierów wartościowych. Umożliwiają one rozwój dużej, biurokratycznej organizacji, która ma stosunkowo dużą zdolność przetrwania, zachowania ciągłości instytucjonalnej oraz rozwoju, nawet w bardzo niesprzyjającym otoczeniu. Połączenie tej organizacji z instytucjami rynku kapitałowego pozwala na rozproszenie i minimalizację ryzyka z punktu widzenia właścicieli kapitału. Jej wewnętrzne procesy decyzyjne są bardziej zbliżone do funkcjonowania struktury społecznej, z moderowaniem wewnętrznych konfliktów, niż do decyzji jednostkowego właściciela środków produkcji.

Przepływy pieniężne największych korporacji świata są dzisiaj porównywalne pod względem wartości z gospodarką fiskalną małych, a nawet średnich państw. Dla przykładu, łączne średnioroczne nakłady największych firm motoryzacyjnych świata na badania i rozwój wystarczyłyby na pokrycie obecnego deficytu budżetowego Polski.

Trafne przewidywanie przyszłych działań korporacji ma kluczowe znaczenie dla powodzenia programów gospodarczych tworzonych i wdrażanych na poziomie krajów oraz wspólnot międzynarodowych.

Wydawałoby się, że różnica między działalnością korporacji a każdego innego typu przedsiębiorstwa jest co najwyżej ilościowa, a nie jakościowa. Tak jednak nie jest. Już pod koniec XIX wieku ekonomiści zaczęli dostrzegać, na poły intuicyjnie, szczególne cechy korporacji. Kiedy Alfred Marshall opublikował w 1890 roku swoje *Zasady ekonomii*, a w dziesięć lat później Louis Bachelier wydał *Teorię spekulacji*, oba dzieła za

wzorzec dobrze funkcjonującego rynku uznawały taki system wymiany, w którym każda firma jest cenobiorcą, a cena wyznacza chwilową równowagę rynkową.

Równocześnie obaj autorzy dostrzegali już wtedy obecność i gospodarcze znaczenie rynku opartego na grze wpływów i władzy, kształtującego swoje otoczenie społeczne. Z jednej strony wzorcem przedsiębiorcy w klasycznej ekonomii był właściciel środków produkcji sam zarządzający firmą działającą w oparciu o te środki, z drugiej jednak – trudno było ignorować fakt, że w latach 90. XIX wieku największe tego typu firmy przekształciły się w złożone struktury korporacyjne zarządzane przez konsorcja finansowe. W ten właśnie sposób prywatna firma Carnegie Steel, przy udziale bankiera J.P. Morgana, przekształciła się w największą na przełomie stuleci firmę hutniczą świata: U.S. Steel. Korporacje zaczęły kupować i sprzedawać już nie tylko produkty, ale także całe fabryki i przedsiębiorstwa. Przedmiotem zarządzania korporacji stały się już nie środki produkcji same w sobie, ale całe wiązki kontraktów regulujące prawo do korzystania ze środków produkcji.

Fenomen błyskawicznej ekspansji korporacji zyskał entuzjastów wśród przedstawicieli nauk ekonomicznych (Knight 1921), ostrożnych komentatorów (Coase 1937) oraz otwartych krytyków (Kaldor 1934). Wszyscy ci autorzy przyczynili się do stopniowego ukształtowania nowego nurtu w ekonomii, tzw. nowej szkoły instytucjonalnej.

Badanie funkcjonowania nowoczesnej korporacji to przede wszystkim badanie decyzji inwestycyjnych, co wiąże się ze zderzeniem dwóch perspektyw teoretycznych: klasycznej (ricardiańskiej) oraz neoklasycznej (marshallowskiej) mikroekonomii z jednej strony oraz nowej szkoły instytucjonalnej z drugiej. Ta pierwsza postuluje doskonałą racjonalność decyzyjną, dzięki której przedsiębiorca – będący cenobiorcą i sterowany „niewidzialną ręką rynku” – podejmuje optymalne decyzje ekonomiczne. Skala działalności firmy zmienia się, w tej optyce, wraz ze zmianami popytu.

Z kolei nowa szkoła instytucjonalna w ogóle nie traktuje korporacji tak jak przedsiębiorcy, lecz jak złożoną organizację, której działania zawsze obarczone są niedoskonałą racjonalnością, niepełną informacją, dążeniem do oportunistycznego przechwytywania renty ekonomicznej z eksploatacji zasobów, których elastyczność zastosowania daleka jest od neoklasycznego paradygmatu. Rozwój firmy w ujęciu neoinstytucjonalnych tłumaczy się raczej w kategoriach korzyści z różnych typów kontraktów niż w kategoriach prostej adaptacji do aktualnych rozmiarów popytu. Do zderzenia tych dwóch punktów widzenia należy jeszcze dodać trudny do zignorowania dorobek nauk o zarządzaniu. W odpowiedzi na prakseologiczne pytanie: „Jak zarządzać?”, odpowiadają one, iż należy dążyć do optymalnych efektów, będąc w pełni świadomym posiadania nieoptymalnych zasobów i metod.

Cel niniejszej książki jest dwojaki. Po pierwsze jest nim określenie, w jaki sposób można badać i przewidywać decyzje inwestycyjne korporacji przy zastosowaniu aparatu pojęciowego teorii składających się na nową ekonomię instytucjonalną, począwszy od teorii zarządzania ryzykiem Franka Knight’a, przez teorię Schumpetera, teorię Kaldora, teorię Coase’a, teorię kosztów transakcyjnych, teorię Penrose aż po

teorię agencji. Po drugie, autor zmierza do ujęcia owych teorii w jedną, spójną całość poprzez skonstruowanie i walidację modelu działalności korporacji. Cele te są wzajemnie powiązane. Precyzyjne zarysowanie uwarunkowań działalności ma ułatwić modelowanie, zaś sformalizowany model ma ułatwić badania empiryczne.

Modelowanie zjawisk wymaga ich wstępnej obserwacji. W celu skonstruowania modelu działalności korporacji przeanalizowano zarówno historyczny rozwój instytucji korporacji, jak i jednostkowe przypadki, w duchu takiej właśnie wstępnej obserwacji. Analizy przypadków objęły następujące firmy: Royal Dutch Shell, Exxon Mobil, ING Group, Japan Post, General Electric, General Motors, Boeing, Lockheed Martin, Eastman Kodak, Ford Motor, Akzo Nobel, Belvedere, Grupa Kęty, Bioton, IBM, Sun-cor Energy. Wszystkie korporacje publikują sprawozdania finansowe i uczestniczą w rynku kapitałowym.

Za podstawowy obszar obserwacji działalności korporacji przyjmuje się w niniejszej książce to, co wykazane zostało przez firmy w sprawozdaniach finansowych oraz zmiany cen ich akcji. Oczywiście, w naukach ekonomicznych i naukach o zarządzaniu istnieje istotny nurt kwestionujący wartość sprawozdań finansowych i notowań giełdowych jako podstawy badania przedsiębiorstw i ich strategii (m.in. Khandawalla 1972¹, Gordon i Miller 1976², Otley 1994³, Fisher 1995⁴, Brancato 1995⁵; Neely 1999⁶). Mając świadomość tych ograniczeń na użytek niniejszej książki przyjęto, że kiedy badamy działalność prywatnych organizacji zdolnych do zachowania ciągłości instytucjonalnej przez dziesięciolecia, opóźnienie czasowe danych finansowych nie gra już tak wielkiej roli. Poza analizami przypadków konkretnych firm, swego rodzaju bazą empiryczną dla modelu były trzy kodeksy dobrych praktyk korporacyjnych: brytyjski, polski i niemiecki. Co prawda treści normatywne z reguły nie są traktowane jako fakty ekonomiczne ściśle pojęte, jednakowoż uregulowania normatywne określonej sfery życia społecznego można traktować jako jeden z typów zjawisk społecznych.

Wstępna obserwacja pozwoliła wyodrębnić podstawowe zagadnienia, jakie powinno brać pod uwagę analizując model działalności korporacji. Są nimi: a) ciągła interakcja firmy z rynkiem kapitałowym, b) procesy decyzyjne o charakterze kompro-

¹ P.N. Khandwalla, *The Effects of Different Types of Competition on the Use of Management Control*, „Journal of Accounting Research” 1972, Vol. 10, s. 275–285.

² L.A. Gordon, D. Miller, *A Contingency Framework for the Design of Accounting Information Systems*, „Accounting, Organisations and Society” 1976, Vol. 1, No. 1, s. 56–69.

³ D. Otley, *Management Control in Contemporary Organizations: Towards a Wider Framework*, „Management Accounting Research” 1994, Vol. 5, s. 289–299.

⁴ J. Fisher, *Use of Nonfinancial Performance Measures*, [w:] *Readings in Management Accounting*, red. S.M. Young, Englewood Cliffs, New Jersey 1995, s. 329–335.

⁵ C.K. Brancato, *New Performance Measures – A Research Report*, „Report No. 1118-95-RR”, New York 1995.

⁶ A. Neely, *The Performance Measurement Revolution: Why Now and What Next?*, „International Journal of Operations & Production Management” 1999, Vol. 19, No. 2, s. 205–228.

misu, osiąganego w ramach obiektywnego konfliktu interesów różnych grup podmiotów działających wewnątrz korporacji oraz współpracujących z nią, c) połączenie dążenia do optymalizacji decyzji ekonomicznych z ciągłym eksperymentowaniem i podejmowaniem ryzyka, d) zdolność korporacji do utrzymania ciągłości instytucjonalnej przez bardzo długi okres czasu, e) przeciwstawienie, w działalności korporacji, dążenia do homeostazy z jednej strony oraz dążenia do zmian z drugiej.

Modelując funkcjonowanie korporacji, należy w pierwszym rzędzie określić, co ma być modelowane, w oparciu o jakie podstawy teoretyczne oraz jaką naukową wartość dodaną ma zawierać model. Głównym przedmiotem zainteresowania są decyzje inwestycyjne korporacji, tzn. to, co korporacje robią z pozyskanym kapitałem. Decyzje te można rozpatrywać zarówno z punktu widzenia klasycznej mikroekonomii, jak i teorii składających się na nową szkołę instytucjonalną. Autor niniejszej książki skłania się zdecydowanie ku temu drugiemu nurtowi, nie zarzucając jednak całkowicie dorobku klasycznej mikroekonomii.

Przyjęto zatem założenie, że przedmiotem prognoz za pomocą modelu funkcjonowania korporacji mają być w pierwszej kolejności (a więc jako główna zmienna wyjaśniana) racjonalne – lecz nieoptymalne – decyzje inwestycyjne korporacji, posiadające koszt alternatywny określany w kontekście wielowymiarowej funkcji celu. Model ma uwzględniać dwa rodzaje procesów decyzyjnych, ocenianych jako istotne przez nową ekonomię instytucjonalną: proces oceny ryzyka oraz proces moderacji obiektywnych konfliktów interesów wewnątrz korporacji, czyli ład korporacyjny. Ten ostatni pełni w modelu rolę łącznika korporacji z rynkiem kapitałowym. Znaczenie, jakie w modelu przypisuje się procesom decyzyjnym spowodowało, że modeluje się je jako „strategie korporacyjne” – rozumiane na sposób behawioralny – jako zbiór rzeczywistych zachowań.

Zróznicowane wzorce działalności, eksperymentowanie, działanie w warunkach ograniczonej racjonalności przy jednoczesnym dążeniu do możliwie najpełniejszej racjonalności – wszystkie te cechy strategii korporacyjnych otwierają dwie możliwe perspektywy teoretyczne formalizacji modelu: ewolucjonizm oraz teorię gier. Wybór autora niniejszej książki padł na teorię gier. Zdecydowały o tym cztery czynniki: a) dążenie do ujęcia możliwe jak największej liczby uwarunkowań zachowań korporacji jako endogenicznych wobec ich strategii, b) traktowanie strategii samych w sobie jako czegoś substancjalnego i rzeczywistego, c) potrzeba modelowania strategii długofalowych i doraźnych jako współistniejących przy jednoczesnym rozróżnieniu mechanizmów kształtujących jedno i drugie, d) potrzeba jasnego i jednoznacznego ujęcia mechanizmów konkurencji oraz ryzyka, bez jakiegokolwiek psychologizowania, tzn. bez odnoszenia się do myśli czy emocji podmiotów, a jedynie do ich zachowań.

Jednym z elementów wartości dodanej modelu jest synteza, według wiedzy autora niemająca precedensu, trzech ważnych dla nauk ekonomicznych teorii gier, współnagrodzonych tzw. ekonomiczną nagrodą Nobla w 1994 roku: teorii dynamicznej równowagi Johna F. Nasha Jr., teorii gier z niedoskonałą informacją Johna Harsanyi’ego i teorii gier ekstensywnych z niedoskonałą pamięcią Reinharda Seltena.

Te trzy teorie wzajemnie uzupełniają się, służąc wyjaśnieniu m.in. zjawisk, które składają się na funkcjonowanie korporacji. Teoria dynamicznej równowagi Johna Nasha pozwala sformalizować samo pojęcie strategii oraz wkomponować do modelowania strategii złożoną zależność między wielokryterialną funkcją celu a działaniami podejmowanymi dla osiągnięcia tych celów. Teoria gier ekstensywnych z niedoskonałą pamięcią, stworzona przez Reinharda Seltena, bazując na rozróżnieniu na gry ekstensywne i oraz podrzędne w stosunku do nich gry znormalizowane, pokazuje że złożone systemy społeczne mogą w długim okresie zachować ciągłość przy jednoczesnych zmianach szczegółowych reguł swego funkcjonowania. Ciągłość ta może być zachowana nawet wtedy, kiedy uczestnicy systemu społecznego nie potrafią już odtworzyć łańcucha zdarzeń, który doprowadził ich do aktualnej sytuacji. Wreszcie teoria gier z niedoskonałą informacją Johna Harsanyi'ego pozwala sformalizować zarówno proces chwilowego kształtowania się reguł gry podrzędnej w stosunku do gry ekstensywnej, jak również zjawisko naśladownictwa prowadzącego do wzajemnego podobieństwa między strategiami działania. Połączenie teorii Nasha oraz Harsanyi'ego pozwala z kolei określić, czym w praktyce jest dynamiczna równowaga. Jest ona oparta na pewnym określonym stopniu przewidywalności konsekwencji własnych działań i jednocześnie przewidywalności otoczenia, w jakim jest realizowana indywidualna strategia.

Spinając w spójną całość trzy ww. teorie gier, model strategii korporacyjnych rozwijany w niniejszej książce zakłada, że funkcjonowanie korporacji w długim okresie jest grą ekstensywną Seltena o niedoskonałej pamięci. Gra ta jest normalizowana w danym punkcie czasu i przestrzeni w czterech równoległych płaszczyznach: gry rynku kapitałowego (CM), gry ładu korporacyjnego (CG), gry rynków produktowych (PM) oraz gry społecznej odpowiedzialności (SE). Każda z nich jest rozgrywana jako chwilowo znormalizowana gra podrzędna tej samej, długofalowej gry ekstensywnej. Gra ekstensywna odbywa się w warunkach niedoskonałej pamięci gry, tzn. żaden z uczestników żadnej z gier nie jest w stanie określić dokładnie sekwencji zdarzeń i zależności przyczynowych, jakie doprowadziły grę do danego punktu. Każda z gier podrzędnych jest grą Harsanyi'ego z niedoskonałą informacją, o zróżnicowanym stopniu kooperacyjności, przy udziale chwilowo skończonego, lecz zmieniającego się w czasie zbioru graczy.

W oparciu o model przeprowadzono badania jakościowe oraz ilościowe. W zakresie **badan jakościowych** przeprowadzono porównawczą analizę przypadków dwóch firm z sektora paliwowo-energetycznego: największej na świecie Royal Dutch Shell oraz – czterdziestej siódmej pod względem wielkości – Israel Corporation. Celem badania jakościowego było określenie, czy w danym sektorze mamy do czynienia z istotnym zróżnicowaniem pomiędzy decyzjami inwestycyjnymi korporacji stosunkowo dużych i stosunkowo małych, zarówno z punktu widzenia treści tych decyzji, jak i sposobu ich podejmowania. W badaniach tych przyjęto **hipotezę** różnicową pozytywną, zgodnie z którą proces podejmowania i treść decyzji inwestycyjnych największej korporacji w sektorze, gdzie mogą występować korzyści skali, jest istot-

nie jakościowo odmienna od procesu podejmowania i treści decyzji inwestycyjnych korporacji znacząco mniejszej. Hipotezę zweryfikowano za pomocą danych obu firm na temat procesów akumulacji kapitału oraz jego przepływów, ładu korporacyjnego, zmian granic instytucjonalnych, innowacyjności i efektywności ekonomicznej oraz ryzyka korporacyjnego.

Odnosnie **badania ilościowych** zastosowano model strategii korporacyjnych do określenia, czy na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie – traktowanej jako narodowy rynek kapitałowy – występuje dynamiczna równowaga w rozumieniu teorii Johna Nasha. W badaniach tych, którymi objęto próbkę 79 spółek notowanych na GPW, poddano weryfikacji **hipotezę badawczą**, zgodnie z którą rynek kapitałowy może osiągnąć taki stan dynamicznej równowagi w rozumieniu teorii Nasha, że może zostać zdominowany przez korporacje o procesach akumulacji kapitału niezależnych od bieżącej efektywności ekonomicznej ich procesów wytwórczych. Obejmując obserwację okres od 1 stycznia 2001 roku do 31 grudnia 2007 roku, uwzględniono czas dużych zmian w polskiej gospodarce: kryzys lat 2001–2002, stopniowe wychodzenie z niego w latach 2003–2004, ożywienie gospodarcze lat 2005–2006, wraz z pierwszymi echemi światowego kryzysu finansowego w roku 2007.

Dla każdej z badanych spółek przeprowadzono obserwację szeregów czasowych dwóch zmiennych: wskaźnika q Tobina jako miary długookresowej zdolności akumulacji kapitału oraz wskaźnika rentowności operacyjnej jako miary bieżącej efektywności ekonomicznej procesów wytwórczych. Rozkład średniej długookresowej wskaźnika q Tobina zbadano z punktu widzenia jego losowości oraz przetestowano hipotezę ekonometryczną o braku zależności liniowej między szeregiem czasowym wskaźnika q Tobina, a szeregiem czasowym wskaźnika rentowności operacyjnej.

Poza samą weryfikacją hipotezy badawczej autor podjął się również bardziej otwartej eksploracji szeroko pojętego ładu korporacyjnego w ujęciu właścicielskim, tzn. strategię korporacyjną zbadano w kontekście struktury akcjonariatu spółek.

Książka niniejsza wnosi do nauk ekonomicznych nową metodę prognozowania zachowań korporacji. Metoda ta uwzględnia wszystkie charakterystyczne cechy korporacji, godząc jednocześnie w jednym modelu prognostycznym to, co dotychczas wydawało się być przysłowiowymi ogniem i wodą: uwarunkowania wewnętrznych procesów decyzyjnych organizacji z obiektywnym, pozbawionym interpretacji psychologicznej spojrzeniem na cele organizacji i stosowane przez nią metody.

Po odpowiednim przystosowaniu, metoda ta może być uogólniona na prognozowanie zachowań różnych rodzajów struktur społecznych, nie tylko korporacji. Możliwości zastosowania jej w praktyce są bardzo szerokie. Z teoretycznego punktu widzenia jest ona zintegrowanym, pozbawionym sekciarskiego zacięcia spojrzeniem na możliwe zastosowania nowej ekonomii instytucjonalnej jako podstawy badań empirycznych. Przyjęcie teorii gier jako podstawy formalnej modelu otwiera na przykład, możliwość pogodzenia postulatu dążenia do optymalnych efektów ekonomicznych – znanego z ekonomii klasycznej oraz z niektórych rozwinięć nowej szkoły instytucjonalnej – z założeniem o niemożności takiej optymalizacji na skutek ograni-

czonej racjonalności. Przyjęte tu rozwiązanie formalne – system społeczny jako zbiór odrębnych gier, a nie jedna gra obejmująca wszystkie zjawiska – pozwala również modelować, przy teorii gier jako podstawie formalnej modelu, systemy społeczne o bardzo dużej złożoności.

Od strony praktycznej model otwiera radykalnie nową perspektywę prognozowania przyszłych działań wielkich korporacji a co za tym idzie przyszłych zmian w całych sektorach gospodarki. Model wyraźnie pokazuje różnice między sposobem prognozowania małych prywatnych firm, a tworzeniem analogicznych prognoz dla dużych firm notowanych na publicznych giełdach papierów wartościowych. Model jasno wskazuje, jakie mechanizmy wewnętrzne oraz jakie relacje ze światem zewnętrznym kształtują działalność korporacji. Korporacja nie jest już tutaj „czarną skrzynką”, lecz strukturą społeczną, a głównymi wyznacznikami jej przyszłych działań są: stopień nasilenia wewnętrznych i zewnętrznych konfliktów interesów oraz możliwość budowania strategii o przewidywalnych efektach.

Pierwszy rozdział książki poświęcony jest wyjaśnieniu, dlaczego autor wybrał ujęcie instytucjonalne jako wiodący zbiór założeń do badania działalności korporacji w kontekście rynku kapitałowego. W rozdziale tym prezentowano rys historyczny rozwoju instytucji korporacji oraz różnice między zastosowaniem do badania działalności korporacji aparatu pojęciowego klasycznej mikroekonomii z jednej strony a teorii instytucjonalnych z drugiej. Historyczny rozwój korporacji jako formy przedsiębiorstwa rozpoczęto tu od pokazania genezy współczesnej korporacji, od starożytnych i średniowiecznych form wspólnego inwestowania poczynając. Następnie omówiono istotny dla rozwoju korporacji okres ekspansji brytyjskiego imperium kolonialnego oraz szybkiego rozwoju europejskich rynków kapitałowych, w ślad za którym przedstawiono zmiany, jakie zaszły na przełomie osiemnastego i dziewiętnastego wieku za sprawą Wielkiej Rewolucji Francuskiej oraz postępującej regulacji rynku kapitałowego. Wreszcie przedstawiono proces kształtowania się amerykańskiego modelu korporacji w oparciu o efekty dwóch kolejnych rewolucji przemysłowych oraz omówiono przykłady historycznego rozwoju konkretnych korporacji wybranych spośród tych największych w dzisiejszym świecie. Następnie dokonano porównania tego, w jakim stopniu rozwój korporacji można wyjaśnić na bazie klasycznej mikroekonomii, a w jakim stopniu jej założenia są trudne bądź niemożliwe do zastosowania i należy je wzbogacić dorobkiem teoretycznym nowej szkoły instytucjonalnej.

W kolejnych dwóch rozdziałach rozwijane są dwa zagadnienia uznane przez autora za szczególnie ważne przesłanki modelowania działalności korporacji: wewnętrzna dynamika korporacji i jej relacje z rynkiem kapitałowym (rozdział 2) oraz rola technologii i ryzyka w decyzjach inwestycyjnych korporacji (rozdział 3).

Pojęcie wewnętrznej dynamiki korporacji odniesiono do jej relacji z rynkiem kapitałowym dlatego, że zdaniem autora właśnie to powiązanie jest najistotniejsze dla zrozumienia procesów decyzyjnych korporacji. W procesach tych bardzo ważna rola przypada moderowaniu konfliktów interesów związanych z procesem pozyskiwania kapitału i jego inwestowania. Moderowanie to odbywa się poprzez różnego rodzaju

regulacje normatywne, które z kolei w zróżnicowany i trudny do jednoznacznego przewidzenia sposób wpływają na racjonalność decyzji podejmowanych przez interesariuszy korporacji oraz racjonalność jej własnych decyzji inwestycyjnych.

W rozdziale 4 prezentowany został model strategii korporacyjnych, zaś rozdział 5 zawiera przykłady badań empirycznych przy zastosowaniu modelu strategii korporacyjnych. Ponadto zamieszczono literaturę, indeks nazwisk i aneks z materiałami zawierającymi dane o spółkach notowanych na GPW w Warszawie.

Rozdział 1

Działalność korporacji i funkcjonowanie rynku kapitałowego w świetle nowej ekonomii instytucjonalnej

Najprościej można zdefiniować korporację jako przedsiębiorstwo prowadzone w formie spółki akcyjnej notowanej na giełdzie papierów wartościowych. Jest to przejęcie potocznej definicji anglosaskiej. Z prawnego punktu widzenia spółka akcyjna stanowi związek jednej albo więcej osób (akcjonariuszy), dążących do osiągnięcia wspólnego celu przez wniesienie wkładów oraz, jeżeli statut spółki tak stanowi, przez współdziałanie w inny określony sposób¹. Korporacja uzyskuje kontrolę nad pewnym zbiorem czynników produkcji poprzez sprzedaż inwestorom papierów wartościowych (akcji), będących przyrzeczeniem udziału w przyszłych zyskach (Alchian, Demsetz 1972²). Definicja ta pozwala odróżnić korporację od innych form przedsiębiorstwa, jednak nie wyczerpuje jej cech szczególnych ani jej szczególnej roli w rozwoju tego, co nazywamy społeczeństwem konsumpcyjnym. Powstanie i rozwój korporacji jako instytucji życia gospodarczego miało ogromne znaczenie dla ukształtowania się gospodarczego krajobrazu dzisiejszego świata. Prześledźmy najpierw historyczny rozwój tej instytucji do postaci takiej, jaką znamy dzisiaj.

1.1. Historyczny rozwój korporacji jako formy przedsiębiorstwa

1.1.1. Geneza współczesnej korporacji

Korzenie współczesnej korporacji sięgają starożytności. W momencie, gdy pojawił się rozwinięty handel, jednocześnie pojawiła się potrzeba instytucji finansowania – również zbiorowego finansowania – przedsięwzięć o dużej skali i obarczonych dużym ryzykiem. W starożytnej Grecji świątynie, np. świątynia Apollina w Delos, były jednocześnie depozytami, w których kupcy wypływający na dalekie wyprawy

¹ M. Litwińska, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2002.

² A.A. Alchian, H. Demsetz, *Production, Information Costs, and Economic Organization*, „The American Economic Review”, Dec. 1972, Vol. 62, No. 5, s. 777–795.

handlowe, w celu zmniejszenia ponoszonego ryzyka składali swoje pieniądze w zamian za dokumenty przypominające dzisiejsze czeki bankierskie (Euronext 2000³). W Koryncie w IV wieku p.n.e. wykształciła się instytucja pożyczek o wysokim ryzyku, udzielanych kupcom przez syndykaty wierzycieli. Owe instytucje zbiorowego finansowania przedsięwzięć rozkwitły w starożytnym Rzymie, obejmując już nie tylko przedsięwzięcia kupieckie, ale także budownictwo i wojskowość (legiony rzymskie były finansowane przez spółki ich właścicieli). To właśnie w starożytnym Rzymie wykształcała się instytucja komandytu, czyli powierzania kapitału przez jego właściciela innej osobie lub osobom do zarządzania, jak również instytucja zbywalnego udziału w spółce, o stałej wartości nominalnej (Kindleberger 1984⁴).

Rozpad cesarstwa Rzymskiego przyniósł załamanie handlu i wielkich przedsięwzięć gospodarczych, aż do czasów średniowiecza. W XI wieku w Wenecji pojawia się instytucja „Societas Maris”, czyli spółki łączącej dwie osoby finansujące podróż handlową. Większościowy wspólnik, pasywny i pozostający w Wenecji dostarczał 2/3 kapitału, zaś wspólnik aktywny, czyli podróżujący kupiec, – 1/3 środków. Spółka taka była zawiązywana tylko na czas trwania jednego rejsu handlowego i rozwiązywała się w momencie powrotu statku do portu macierzystego, kiedy to wspólnicy dzielili zyski po połowie. W „Societas Maris” można zauważyć załączki dzisiejszych pakietów menedżerskich. Wspólnik aktywny otrzymywał stosunkowo większy zwrot z zaangażowanego kapitału dzięki dodatkowemu wkładowi własnej pracy i umiejętności, wspólnik pasywny otrzymywał natomiast stosunkowo mniejszy zwrot z kapitału, nie musząc jednocześnie angażować własnej pracy w przedsięwzięcie.

W XII wieku w Genui rozwinęła się instytucja wspólnego finansowania budowy i eksploatacji statków, gdzie wartość statku dzielono na części ułamkowe, tzw. *loca*, które mogły być odrębnie finansowane przez różne osoby⁵. Również w Genui pojawiła się pierwsza chyba w nowożytnej Europie instytucja obligacji publicznych. Były to papiery wartościowe o charakterze zbliżonym do weksli, emitowane przez miasto Genuę i zabezpieczone dochodami z podatku od obrotu solą. Na początku XV wieku w obrocie było już 475 000 genueńskich obligacji (Kindleberger 1984⁶).

Inna włoska republika handlowa, Florencja, wprowadziła jako pierwsza instytucję ograniczonej odpowiedzialności. W 1408 roku prawo florenckie wprowadza zasadę, że w instytucjach zbiorowego finansowania (wł. *Compagna*) każdy z udziałowców odpowiada za zobowiązania spółki tylko do wysokości nominalnej kwoty swojej inwestycji. Wydaje się, że właśnie możliwość inwestowania z ograniczoną odpowiedzialnością umożliwiła niektórym florenckim rodom, takich jak Bardi czy Peruzzi,

³ *Les valeurs mobilières et la Bourse. Aperçu historique*, Euronext, La Bourse de Paris 2000.

⁴ Ch. Kindleberger, *A Financial History of Western Europe*, London 1984.

⁵ Instytucja ta przetrwała do dzisiaj we Francji, Włoszech i Hiszpanii jako tzw. kwiraty (fr. Quirats), czyli części ułamkowe wartości statku.

⁶ Ch. Kindleberger, *A Financial History of Western Europe...*

prowadzenie spółek handlowych na skalę międzynarodową, z przedstawicielstwami na terenie dzisiejszej Belgii, Holandii, Szwajcarii i Francji (Davis 1905⁷).

Nieco innego typu instytucje, również prowadzące do wykształcenia się dzisiejszej korporacji, lecz zorientowane bardziej na to, co dzisiaj nazywamy rynkiem kapitałowym, wykształciły się we Francji (Euronext 2000⁸). W 1250 roku w Tuluzie obywatele miasta założyli spółkę „Młyny Bazacle” (fr. La société des Moulins du Bazacle), która zarządzała młynami położonymi na rzece Garonne i której kapitał podzielono na 96 równych części zwanych „Uchaux”. Wartość owych udziałów była zmienna i zależała od bieżącej koniunktury ekonomicznej w zarządzanych młynach. Spółka ta, przekształcona w XIX wieku w spółkę akcyjną, była oficjalnie notowana na giełdzie w Tuluzie aż do 1946 roku.

W drugiej połowie XV wieku, a dokładnie w roku 1460 grupa włoskich kupców, połączonych w spółkę, tworzy we francuskim mieście Angers pierwszą nowożytną giełdę (Euronext 2000⁹), która miała być uniwersalnym forum zawierania różnego typu transakcji. Rozwinął się tam system obrotu różnego typu papierami wartościowymi: wekslami, obligacjami, a zwłaszcza listami składowymi. Za pośrednictwem tych ostatnich dokonywano obrotu towarami, które nie były fizycznie obecne na miejscu transakcji, lecz zdeponowane w odległych magazynach albo wręcz na statkach¹⁰. Na początku XVI wieku giełda w Angers stała się centrum gospodarczym o europejskim zasięgu, zarówno dla kupców, jak i dla dworów królewskich Francji, Hiszpanii i Portugalii. Skala działalności tej instytucji rosła tak szybko, że w 1531 roku zbudowano dla niej nową, bardziej przestronną siedzibę. W 1592 roku giełda w Angers opublikowała pierwszą oficjalną listę notowanych na niej papierów wartościowych. Aby zrozumieć znaczenie giełdy w Angers dla ówczesnej Europy trzeba zdać sobie sprawę, że już wówczas dla szybkiego rozwoju różnego rodzaju przedsięwzięć konieczne było funkcjonowanie tzw. pieniądza zdematerializowanego. Kupiec z Francji, mając towary zdeponowane w magazynach w Genui, mógł przy pomocy listów składowych odpowiadających wartości tych towarów wnieść kapitał do spółki handlowej, której własne towary również mogły być przedmiotem obrotu poprzez listy składowe itd. Jeżeli dodać do tego obecność ówczesnym rynkiem kapitałowym sporej ilości weksli dworów

⁷ J.P. Davis, *Corporations: A Study of the Origin and Development of Great Business Combinations and of Their Relation to the Authority of the State*, Vol. I, New York 1905.

⁸ *Les valeurs mobilières et la Bourse...*

⁹ Ibidem.

¹⁰ Rola listów składowych w ówczesnej Europie, aż do momentu pojawienia się kolei żelaznej, była ogromna. Jedynym sposobem masowego transportu towarów były statki. Transport odbywał się więc w ten sposób, że statki pływające wzdłuż wybrzeża rozwoziły duże partie towarów do magazynów portowych, skąd w głąb łądu były one dalej transportowane wozami konnymi. Magazyny portowe były tym, co dzisiaj określa się jako centra logistyczne, a zgromadzone w nich towary były, poza nieruchomościami oraz obligacjami państw i miast, największymi masami majątkowymi w ówczesnej Europie.

królewskich (w XVI wieku szczególnie zadłużony był dwór hiszpański), otrzymujemy obraz rynku kapitałowego nie tak znowu odmiennego od dzisiejszych realiów.

Poza Francją, przedsiębiorstwa zbliżone do dzisiejszej spółki akcyjnej, nazywane „rederijii” rozwijały się dynamicznie w Niderlandach. Początkowo były to spółki zawierane na czas określony, w celu zrealizowania konkretnego przedsięwzięcia. Po osiągnięciu założonych celów albo po upływie określonego terminu, spółka ulegała rozwiązaniu. W miarę, jak rozwijała się instytucja spółki akcyjnej na czas nieokreślony, w Niderlandach zaczęły również rozwijać się giełdy papierów wartościowych, początkowo w Antwerpii, potem w Amsterdamie (Sobel 2000¹¹).

1.1.2. Brytyjskie imperium kolonialne, rozwój spółek akcyjnych i giełdy

W 1588 roku klęska niepokonanej dotąd hiszpańskiej Armady w próbie ataku na Anglię zmienia radykalnie geografie gospodarczą Europy. Instytucje zbiorowego inwestowania i obrotu papierami wartościowymi, rozwijające się dotychczas głównie na południu kontynentu, zostają przyswojone przez nowe potęgi morskie: Holandię, a zwłaszcza Wielką Brytanię (Davis 1905¹²). Ówczesna, szesnasto- i siedemnastowieczna koncepcja spółki akcyjnej oznaczała współpracę grupy drobnych prywatnych przedsiębiorców, którzy łączyli swoje kapitały we wspólnym przedsięwzięciu, zbyt dużym i zbyt ryzykownym dla każdego z nich osobno. Kompania Rosyjska w roku 1553 oraz Kompania Wschodnioindyjska w roku 1600 były pierwszymi licencjonowanymi (ang. *chartered*) przez Koronę Brytyjską spółkami akcyjnymi w handlu dalekomorskim (Harris 2005¹³)¹⁴.

Niedługo później utarł się zwyczaj, zgodnie z którym taki syndykat prywatnych przedsiębiorców pozyskiwał dodatkowo kapitał od pasywnych inwestorów finansowych, najczęściej banków. Kompania Wschodnioindyjska była jedną z pierwszych spółek akcyjnych, które pozyskiwały kapitał nie tylko od aktywnych akcjonariuszy, pragnących za pośrednictwem spółki prowadzić swe interesy, ale także od pasywnych inwestorów finansowych (Chaudhuri 1965¹⁵).

Początkowo działalność tych spółek traktowana była wyłącznie jako splot prywatnych kontraktów, gwarantujących akcjonariuszom rzetelne wykorzystanie wspólnego kapitału i nie podlegała żadnym szczególnym regulacjom (Hansmann, Kraakman,

¹¹ R. Sobel, *The Big Board: A History of The New York Stock Market*, 3rd ed., Beard Books 2003, s. 6.

¹² J.P. Davis, *Corporations...*

¹³ R. Harris, *The Formation of the East India Company as a Cooperation-Enhancing Institution*, „Working Paper 2005”, papers.ssrn.com/ abstract_id=874406.

¹⁴ Kompanie te funkcjonowały w ten sposób, że tytuły własności (partycypacji), odpowiadające dzisiejszym akcom, były sprzedawane dla każdego ryzykownego przedsięwzięcia odrębnie. Kompanie te były więc nie tyle spółkami akcyjnymi w ścisłym tego słowa znaczeniu, co wiązkami spółek akcyjnych.

¹⁵ K.N. Chaudhuri, *The English East India Company: The Study of an Early Joint Stock Company, 1600–1640*, London 1965.

Squire 2006¹⁶). Wraz z rozwojem brytyjskiej dominacji w światowej gospodarce, na przełomie XVI i XVII wieku, kluczową rolę dla rozwoju owej gospodarki oraz dla rozwoju nowoczesnej korporacji zaczęły odgrywać anglosaskie instytucje rynku kapitałowego. Instytucje te początkowo rozwijały się wolno, etapami. Jeszcze w latach 80. XVII wieku w Wielkiej Brytanii funkcjonowało tylko ok. 15 znaczniejszych spółek akcyjnych, z łącznym kapitałem nie przekraczającym 900 tys. funtów szterlingów. Były to głównie spółki zajmujące się handlem dalekomorskim – poza firmami takimi, jak Kompania Wschodnioindyjska czy Kompania Rosyjska, Hudson Bay Company czy Royal African Company.

W 1695 roku liczba spółek akcyjnych w Wielkiej Brytanii wzrosła do 150, a ich łączny kapitał do ok. 4,3 mln funtów. Jednocześnie poszerzył się ich zakres działalności, obejmując przedsięwzięcia infrastrukturalne (np. wodociągi), a także bankowość (w 1694 roku powstał Bank Anglii).

Data progową w rozwoju brytyjskiego rynku kapitałowego wydaje się być rok 1693, kiedy Korona Brytyjska po raz pierwszy pożyczyła pieniądze na tym rynku, emitując zbywalne obligacje. W latach 90. XVII wieku szybko zwiększała się zarówno skala kapitałów zaangażowanych w spółki akcyjne, jak i liczba inwestorów oraz rozmiary indywidualnych inwestycji. Dla przykładu: Royal African Company, utworzona w 1671 roku, zebrała 100 tys. funtów kapitału od 200 podmiotów, średnio 500 funtów od jednego inwestora; tymczasem Bank Anglii, utworzony w 1694 roku, zebrał 1,2 mln funtów od 1509 inwestorów, średnio 795 funtów od każdego (Michie 2000¹⁷).

Przełom XVII i XVIII wieku przyniósł również zmianę relacji między spółkami akcyjnymi i rynkiem kapitałowym. W XVII wieku spółki akcyjne były stosunkowo stabilnymi strukturami kapitałowymi, z niewielkim obrotem akcjami i zyskami inwestorów czerpanymi głównie z dywidendy. Już w początkach XVIII wieku zmieniło się to zasadniczo: akcje spółek coraz częściej podlegały sprzedaży, a główne zyski akcjonariuszy pochodziły z marży zysku z odsprzedaży akcji. Szacuje się, że w 1704 roku łączna wartość obrotu akcjami Kompanii Wschodnioindyjskiej oraz Banku Anglii wyniosła 1,8 mln funtów, zaś zyski spekulacyjne z tego obrotu stanowiły 85% łącznego zwrotu z kapitału osiągniętego w owym 1704 roku przez akcjonariuszy obu spółek (Mirowski 1980¹⁸).

W początkach XVIII wieku powstała również pierwsza, jak się wydaje, „nowoczesna” bańka spekulacyjna, zwana „Bańką Mórz Południowych” (ang. The South Sea Bubble). W latach 1719–1720 powstało w Wielkiej Brytanii 190 nowych spółek akcyjnych, które zebrały łączne kapitały w wysokości ok. 220 mln funtów. W tym okresie ceny akcji na giełdzie londyńskiej wzrosły ponad dwukrotnie. Oczekiwania inwestorów wobec spółek akcyjnych były wówczas bardzo wygórowane. Przykład nielicznych pionierów tej formy biznesu wydawał się wskazywać, że inwestowanie

¹⁶ H. Hansmann, R. Kraakman, R. Squire, *Law and the Rise of the Firm*, „Working Paper” 2006/57, Brussels, papers.ssrn.com/abstract_id=873507.

¹⁷ R.C. Michie, *The London Stock Exchange: A History*, Oxford, March 2000.

¹⁸ P. Mirowski, *The Birth of the Business Cycle*, „The Journal of Economic History”, Vol. 40, No. 1, The Tasks of Economic History, Mar. 1980, s. 171–174.

kapitału w spółki akcyjne jest źródłem niewyczerpanych zysków. Trzeba jednak mieć na uwadze, że dla ówczesnej działalności gospodarczej, przy ówczesnym poziomie technologii typowy dla spółki akcyjnej rozdział własności od zarządzania niekoniecznie był najlepszym rozwiązaniem. Poza handlem dalekomorskim większość branż była stosunkowo mało kapitałochłonna (mowa tu o czasach przed rewolucją przemysłową), natomiast rola kwalifikowanej pracy ludzkiej i związanej z nią niesformalizowanej wiedzy oraz doświadczenia była bardzo duża, a co za tym idzie także rola bezpośredniego nadzoru właścicielskiego (Clapham 1958¹⁹).

Z drugiej strony ówczesny brytyjski rynek kapitałowy miał jeszcze dość wątpliwą podstawę, gdyż był skupiony głównie w Londynie. Dla przykładu, spośród 500 pierwotnych akcjonariuszy Banku Anglii aż 450 mieszkało bądź miało siedziby w Londynie (Schwarz, Michie 1992²⁰). Ponadto na przełomie XVII i XVIII wieku brytyjskie spółki akcyjne często zaniedbywały jakość zarządzania z uwagi na stosunkowo dużą opłacalność zakupu długu rządowego. W ślad za pierwszą emisją papierów dłużnych w 1693 roku, Korona Brytyjska dokonywała kolejnych pożyczek na otwartym rynku kapitałowym. Bank Anglii, zaraz po swym utworzeniu w 1694 roku, pożyczył całość swego wpłaconego kapitału akcyjnego, czyli 1,2 mln funtów, Koronie Brytyjskiej w zamian za gwarantowaną spłatę 50 tys. funtów co pół roku. W 1708 roku Kompania Wschodnioindyjska w ten sam sposób pożyczyła Koronie całość swego wynoszącego wówczas 3,2 mln funtów wpłaconego kapitału akcyjnego. Podobnie uczyniła Kompania Mórz Południowych w 1711 roku. W połowie XVIII wieku owe trzy spółki: Bank Anglii, Kompania Wschodnioindyjska oraz Kompania Mórz Południowych były już wierzycielami Korony Brytyjskiej na ok. 42,8 mln funtów. Taki mechanizm wykorzystania kapitału akcjonariuszy spowodował, że opłacalność inwestycji w akcje spółek była oceniana nie tyle w oparciu o rzeczywistą zyskowność prowadzonych przez nie przedsięwzięć, ile na podstawie ogólnego klimatu inwestycyjnego na coraz bardziej spekulacyjnym rynku (Dickson 1993²¹).

W 1720 roku, pod wpływem niepokojąco szybkiej spirali spekulacyjnej, parlament brytyjski przegłosował ustawę zwaną „The Bubble Act”, która mocno ograniczała możliwość tworzenia nowych spółek akcyjnych na terenie Anglii²². W praktyce uruchomienie takiej spółki na gruncie angielskim wymagało specjalnego przywileju nadawanego uchwałą Parlamentu. Był on określany jako „przywilej inkorporacyjny (ang. *incorporation privilege*)”²³. „The Bubble Act” spowodował gwałtownie załama-

¹⁹ J. Clapham, *The Bank of England: A History*, London 1958, s. 270–281.

²⁰ L.D. Schwarz, R. Michie, *London in the Age of Industrialisation: Entrepreneurs, Labour Force and Living Conditions, 1700–1850*, Cambridge 1992, s. 226–233.

²¹ P.G.M. Dickson, *The Financial Revolution in England: A Study in the Development of Public Credit, 1688–1756*, Gregg Revivals 1993, s. 466–667, 529–530.

²² Ograniczenia te nie obowiązywały na terenie całej Wielkiej Brytanii, np. w Szkocji.

²³ Było to rozszerzenie i uczynienie systemową praktyki, na której opierało się tworzenie pierwszych wielkich spółek akcyjnych, takich jak Kompania Rosyjska czy Kompania Wschodnioindyjska, które dostawały przywilej inkorporacyjny łącznie z monopolem na określony obszar działalności.

nie brytyjskiego rynku kapitałowego. Już w roku 1722 ceny akcji spadły o dwie trzecie w porównaniu z rokiem 1720 (Mirowski 1981²⁴). Potem rynek kapitałowy zaczął stopniowo przystosowywać się do ograniczeń prawnych (które obowiązywały zresztą aż do 1825 roku). Z jednej strony wykształcił się mechanizm prawnego lobbyingu parlamentarnego na rzecz dużych przedsięwzięć, dla których forma spółki akcyjnej wydawała się najbardziej wskazana. Z drugiej – wiele firm funkcjonowało formalnie jako spółki prywatne, np. z ograniczoną odpowiedzialnością, lecz emitowały one papiery dłużne albo inne papiery wartościowe, będące surogatem akcji (Patterson, Reiffen 1990²⁵).

1.1.3. Rewolucja francuska, migracja kapitału do Wielkiej Brytanii i regulacja rynku kapitałowego

Aż do lat 90. XVIII wieku w Wielkiej Brytanii trwał model spółki akcyjnej silnie związanej z instytucjami państwowymi, z jednej strony poprzez proces licencjonowania zgodnie z The Bubble Act, z drugiej – ze względu na ogromną rolę długu państwowego dla funkcjonowania rynku kapitałowego: w 1770 roku zadłużenie Korony Brytyjskiej sięgnęło 130,6 mln funtów, a w 1790 roku przekroczyło 244 mln funtów. Jednocześnie poza Londynem zaczęły rozwijać się spółki akcyjne, licencjonowane zgodnie z The Bubble Act wokół projektów infrastrukturalnych.

Koniec XVIII wieku przyniósł jednak serię zdarzeń, które zmieniły zarówno funkcjonowanie brytyjskiego rynku kapitałowego, jak i paradygmat funkcjonowania spółek akcyjnych. Rewolucja Francuska w 1789 roku oraz zdarzenia, które nastąpiły po niej, aż do klęski Napoleona pod Waterloo (w 1815 roku), na wiele lat nadwyreżyły rynki finansowe na kontynencie. W 1793 roku zamknięto giełdę paryską, w tym samym czasie wygasła działalność giełd w Lyonie i w Angers, a dwa lata później, w 1795 roku, okupacja Amsterdamu przez wojska francuskie doprowadziła do praktycznego zamknięcia tamtejszej giełdy. Wielcy inwestorzy z kontynentu – Walter Boyd, Henry Hope, Raphael Raphael, Samuel de Zoete, Johan Schroeder czy Nathan Rothschild – przenieśli wtedy swoje interesy do Londynu (Cope 1983²⁶; Michie 2000²⁷). W konsekwencji giełda londyńska straciła niektórych rywali z kontynentu i zyskała dopływ kapitału, nowych pomysłów i metod robienia interesów. To, oraz ciągłe zwiększanie wartości długu państwowego obecnego na giełdzie doprowadziło z jednej strony do jej rozkwitu, z drugiej – do instytucjonalnego kryzysu. Rynek był niestabilny, ceny akcji niepewne, a przypadki nieuczciwej i wyniszczającej spekulacji stosunkowo częste. Pojawiła się konieczność szczegółowego, prawnego uregulowania funkcjonowania

²⁴ P. Mirowski, *The Rise (and Retreat) of a Market: English Joint Stock Shares in the Eighteenth Century*, „The Journal of Economic History”, Sep. 1981, Vol. 41, No. 3, s. 559–577.

²⁵ M. Patterson, D. Reiffen, *The Effect of the Bubble Act on the Market for Joint Stock Shares*, „The Journal of Economic History”, Mar. 1990, Vol. 50, No. 1, s. 163–171.

²⁶ S.R. Cope, *Walter Boyd, a merchant banker in the Age of Napoleon*, Gloucester 1983, s. 3, 26, 29.

²⁷ R.C. Michie, *The London Stock Exchange...*

giełdy, a także unowocześnienia instytucji spółki akcyjnej. W 1801 roku zgromadzenie właścicieli budynku giełdy londyńskiej (wśród których był m.in. znany dziś jako klasyk ekonomii David Ricardo) powołało do życia tzw. Izbę Subskrypcyjną (ang. Subscription Room), o statucie szczegółowo określającym zasady obrotu papierami wartościowymi. W 1825 roku parlament brytyjski uchylił the Bubble Act, a w 1844 w Wielkiej Brytanii zakładanie spółki akcyjnej zostało uregulowane ustawowo i stało się procedurą dostępną dla wszystkich, którzy spełniali wymagane prawem warunki. Wtedy też zanikł związek między inkorporacją działalności gospodarczej, a monopolem przyznawanym przez państwo (Lamoreaux, Rosenthal 2005²⁸).

Tak oto w połowie XIX wieku wykształciła się instytucja spółki akcyjnej w formie podobnej do tej, jaką znamy dzisiaj. W Anglii pojawiła się ona w latach 1855–1856, zaś w niektórych stanach USA ok. roku 1830 (w Kalifornii dopiero w 1921), we Francji w roku 1907 (Harris 2000²⁹; Blumberg 1986³⁰; Baskin, Miranti 1997³¹). Z instytucją tą ma następujące cechy szczególne:

- ograniczona odpowiedzialność akcjonariuszy oraz materializacja ich udziału w spółce w postaci zbywalnych (w zasadzie swobodnie) akcji, umożliwiającą minimalizację ryzyka i jednoczesne częściowe finansowanie przez jedną osobę, nawet o stosunkowo skromnym kapitale, wielu różnych przedsięwzięć (Knight 1921³²);
- Bezterminowość relacji między akcjonariuszem, a korporacją. Pozycja akcjonariusza jest o tyle odmienna od pozycji wierzyciela, że akcjonariusz nie może zażądać wykupienia od niego akcji przez spółkę (z wyjątkiem nielicznych sytuacji, przede wszystkim w przypadku akcji uprzywilejowanych). Dopóki akcjonariusz nie odsprzeda akcji osobie trzeciej, jego więź ze spółką jest teoretycznie bezterminowa (Stout 2004³³; Blair 2003³⁴);
- swoboda zmiany relacji akcjonariusza z korporacją poprzez zbycie akcji osobie trzeciej (Hansmann, Kraakman 2001³⁵). Tu znów mogą być wyjątki, np. akcje uprzywilejowane bywają obłożone ograniczeniami co do ich zbywalności;

²⁸ N.R. Lamoreaux, J.-L. Rosenthal, *Legal Regime and Contractual Flexibility: A Comparison of France and the United States during the Era of Industrialization*, „American Law and Economic Review” 2005, No. 7 (1), s. 28–61.

²⁹ R. Harris, *Industrializing English Law: Entrepreneurship and Business Organization*, Cambridge 2000.

³⁰ P.I. Blumberg, *Limited Liability and Corporate Groups*, „Journal of Corporation Law” 1986, No. 11, s. 573–631.

³¹ J.B. Baskin, P.J. Miranti Jr., *A History of Corporate Finance*, Cambridge 1997.

³² F.H. Knight, *Risk, Uncertainty and Profit*, wyd. I, Hart, Schaffner & Marx, Boston, Cambridge 1921.

³³ L.A. Stout, *On the Nature of Corporations*, „Law and Economics Research Paper”, 04-13, 2004, Los Angeles.

³⁴ M.M. Blair, *Locking in Capital: What Corporate Law Achieved for Business Organization in the Nineteenth Century*, „U.C.L.A. Law Review” 2003, No. 51, s. 387–455.

³⁵ H. Hansmann, R. Kraakman, *The End of History for Corporate Law*, „Georgetown Law Journal” 2001, No. 89, s. 439–468.

- osobowość prawna, umożliwiająca korporacji samodzielne zawieranie kontraktów, a także ochronę interesów akcjonariuszy przed ich wierzycielami, w zakresie kapitału wniesionego do spółki. Osobowość prawna umożliwia korporacji również zaciąganie kredytów w imieniu własnym, przez co akumuluje kapitał dla dobra swych akcjonariuszy (Hansman, Kraakmann, Squire 2006³⁶);
- rozdział własności od zarządzania i jednocześnie stworzenie takiej zależności między własnością a zarządzaniem, gdzie wpływ na zarządzanie opiera się na udziale w kapitale dostarczonym spółce (Knight 1921³⁷; Alchian, Demsetz 1972³⁸; Jensen, Meckling 1976³⁹; Fama, Jensen 1983⁴⁰)⁴¹;

1.1.4. Rewolucja przemysłowa i rozwój amerykańskiego paradygmatu korporacji

Jeszcze w drugiej połowie XIX wieku działalność spółek akcyjnych była mocno ograniczona branżowo. Zarówno w Europie, z jej głównym centrum finansowym w Londynie, jak i w USA spółki akcyjne zajmowały się głównie handlem oraz finansowaniem długu państwowego. Nie było jeszcze wielkich korporacji przemysłowych. Przemysł ściśle pojęty dopiero się rozwijał, głównie za sprawą wynalazków dokonanych pod koniec XVIII wieku podczas tzw. Pierwszej Rewolucji Przemysłowej i w związku z wykorzystaniem nowych źródeł energii. Ważne momenty w tym procesie rozwoju wiązały się z kolejnymi wynalazkami: maszyną tkacką (1844), urządzeniami do seryjnego pakowania towarów (lata 80. XIX w.), nowymi metodami produkcji papieru, koleją żelazną, telegrafem. Erupcja wynalazczości wokół technologii produkcji masowej, transportu i komunikacji złożyła się na to, co określa się mianem Drugiej Rewolucji Przemysłowej (Lamoreaux 1985⁴²).

Przedsiębiorstwa przemysłowe rozwijały się przez prawie cały XIX wiek, głównie w formie biznesów prywatnych bądź spółek o ograniczonej liczbie udziałowców. Firmy te, zwłaszcza amerykańskie, mimo iż jako spółki prywatne nie były bezpośrednio powiązane z publicznym rynkiem kapitałowym, były bardzo duże: Pennsylvania Railroad, z kapitałem 100 mln USD, była największą firmą na świecie, zaś Carnegie Steel

³⁶ H. Hansmann, R. Kraakman, R. Squire, *Law and the Rise of the Firm...*

³⁷ F.H. Knight, *Risk, Uncertainty and Profit...*

³⁸ A.A. Alchian, H. Demsetz, *Production, Information Costs...*, s. 777–795.

³⁹ M.C. Jensen, W.H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics”, October 1976, Vol. 3, No. 4, s. 305–360.

⁴⁰ E.F. Fama, M.C. Jensen, *Separation of Ownership and Control*, „Journal of Law and Economics”, June 1983, Vol. XXVI.

⁴¹ Kapitał dostarczony spółce to zarówno kapitał zainwestowany przez akcjonariuszy, jak i kapitał pożyczony przez wierzycieli. W zależności od rozmiarów odpowiedniego długu, wierzyciel może również mieć pośredni wpływ na funkcjonowanie spółki.

⁴² N. Lamoreaux, *The Great Merger Movement in American Business, 1895–1904*, Cambridge 1985.

Company, spółka z ograniczoną odpowiedzialnością – największą firmą przemysłową świata (Roy 1997⁴³).

W latach 80. i na początku lat 90. XIX wieku nowe technologie przyniosły szybki wzrost zarówno produktywności, jak i kapitałochłonności produkcji przemysłowej. Z jednej strony rynek faworyzował obniżanie kosztów oraz cen zbytu, z drugiej zaś opłacało się tworzyć już nie tylko duże zakłady przemysłowe, ale wręcz całe ich grupy. Dla przykładu, firma Standard Oil Trust, która w latach 80. XIX wieku wytwarzała prawie 25% światowej produkcji ropy, w okresie od 1882 roku do 1885 roku zmniejszała jednostkowe koszty produkcji o 70%, zaś w przemyśle tytoniowym maszyna do produkcji papierosów, wynaleziona przez Jamesa Alberta Bonsacka w 1880 roku, pozwoliła zmniejszyć koszty pracy przy produkcji papierosów o 98,5%.

Kiedy w 1893 roku gospodarki USA i Wielkiej Brytanii przeżywały krótkotrwałą recesję, wiele firm – zwłaszcza w USA – wyprzedawało swój majątek produkcyjny, często w postaci całych fabryk. Pojawił się w ten sposób z dnia na dzień rynek zasobów produkcyjnych, sprzedawanych – jak by można rzec dzisiejszym językiem – w pakietach. Było to zjawisko bez precedensu – wcześniej fabryki wyłącznie budowano, a nie kupowano, zaś erupcja wynalazczości powodowała, że kupowanie używanych maszyn czy linii produkcyjnych było nieopłacalne, skazując nabywcę na ciągnięcie się w ogonie postępu technicznego (Jensen 1993⁴⁴).

W ciągu ostatnich 7 lat XIX wieku i przez pierwszą dekadę XX wieku, miała miejsce pierwsza wielka fala fuzji i przejęć przedsiębiorstw w światowej gospodarce. Jednocześnie dwie amerykańskie giełdy – nowojorska i filadelfijska – na których wcześniej handlowano głównie obligacjami rządu amerykańskiego, nagle zaczęły błyskawicznie się rozwijać. Jeszcze w 1890 roku kapitalizacja giełdy nowojorskiej wynosiła 33 mln USD, w 1891 – już 260 mln USD, zaś w 1901 roku same tylko akcje zwykłe spółek branży spożywczej wykazywały łączną kapitalizację 210 mln USD, a w 1903 roku łączna kapitalizacja giełdy wyniosła ponad 7 mld USD.

W tym mniej więcej czasie (w 1901 roku), powstała pierwsza amerykańska korporacja o kapitalizacji ponad 1 mld USD. Była to U.S. Steel Corporation, powstała wokół dawnej Carnegie Steel Company i skupiała prawie wszystkie amerykańskie huty. Za jej cechą charakterystyczną, ważną dla krystalizowania się tego, co później określono mianem „amerykańskiej korporacji”, uznać należy aktywny udział ludzi finansjery w jej tworzeniu. Był wśród nich m.in. J.P. Morgan, założyciel znanego dzisiaj banku inwestycyjnego (Roy 1997⁴⁵).

⁴³ W.G. Roy, *Socializing Capital: The Rise of the Large Industrial Corporation in America*, Princeton 1997, s. 4.

⁴⁴ M.C. Jensen, *The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems*, „Journal of Finance” July 1993, s. 831–880 (revised 1999).

⁴⁵ W.G. Roy, *Socializing Capital...*, s. 4.

1.1.5. Historia gigantów

Przyjrawszy się korzeniom i historycznej ewolucji instytucji korporacji, prześledzimy historię konkretnych korporacji, tych największych w obecnym świecie. Zgodnie z ogłoszoną przez magazyn „Fortune” listą 500 największych firm świata, do ścisłej czołówki 20 największych zaliczają się, w kolejności⁴⁶: (1) Royal Dutch Shell (458,361 mld USD) (2) Exxon Mobil (442,851 mld USD) (3) Wal-Mart Stores (405,607 mld USD) (4) BP (367,053 mld USD) (5) Chevron (263,159 mld USD) (6) Total (234,674 mld USD) (7) ConocoPhillips (230,764 mld USD) (8) ING Group (226,577 mld USD) (9) Sinopec (207,814 mld USD) (10) Toyota Motor (204,352 mld USD) (11) Japan Post Holdings (198,700 mld USD) (12) General Electric (183,207 mld USD) (13) China National Petroleum (181,123 mld USD) (14) Volkswagen (166,579 mld USD) (15) State Grid (164,136 mld USD) (16) Dexia Group (161,269 mld USD) (17) ENI (159,348 mld USD) (18) General Motors (148,979 mld USD) (19) Ford Motor (146,277 mld USD) (20) Allianz (142,395 USD)⁴⁷.

Pierwsza na liście, Royal Dutch Shell, ma swoje korzenie w londyńskim sklepie z antykami i egzotycznymi muszlami, prowadzonym przez niejakiego Marcusa Samuela. Na początku XIX wieku na Wyspach Brytyjskich rozwinęła się moda na orientalia w dekoracji wnętrz. Na jej fali Marcus Samuel zaczął rozwijać swój niewielki biznes. Pierwszym krokiem, dokonany w 1833 roku, było przejście od zwykłego sklepu do handlu hurtowego z koloniami. Ów hurtowy biznes rozwijał się pomyślnie przez kolejne 60 lat. Od handlu samymi artykułami dekoracyjnymi zakres działalności poszerzał się stopniowo i pod koniec XIX wieku obejmował już eksport maszyn, narzędzi i tekstyliów do Japonii oraz innych krajów Dalekiego Wschodu, a także import stamtąd do Europy ryżu, jedwabiu, chińskiej porcelany, wyrobów miedzianych. Ponadto firma rodziny Samuelów, teraz już zarządzana przez Marcusa Samuela juniora oraz jego brata Sama, handlowała na giełdzie hurtowej w Londynie cukrem, mąką i zbożem.

W drugiej połowie lat 80. XIX wieku, wraz z wprowadzeniem na rynek, przez Karla Benz, silnika spalinowego oraz pierwszych Mercedesów, w Europie zaczął się szybki rozwój rynku ropy naftowej, dotychczas stosowanej do zasilania lamp. Pierwszym ważnym eksporterem ropy naftowej była Rosja, z zagłębia w Baku nad Morzem Czarnym. W latach 80. XIX wieku znana bankierska rodzina Rotschild zainwestowała w linie kolejowe i tunele służące do przewozu ropy naftowej drogą lądową. Przewożenie jej na statkach było wówczas bardzo kłopotliwe – zasadniczym sposobem konfekcjonowania i magazynowania ropy było beczkowanie. Beczki pękały podczas transportu morskiego, a poza tym były ciężkie i zajmowały dużo miejsca. Marcus i Sam Samuelowie zrewolucjonizowali morski transport ropy naftowej wynajdując... tankowce. Wydzierżawili flotę statków parowych, które przerobili tak, aby w dużych stalowych zbiornikach można było przewozić hurtowe ilości paliwa. Po raz pierw-

⁴⁶ W nawiasach po nazwie firmy znajdują się jej przychody netto za 2008 rok.

⁴⁷ http://money.cnn.com/magazines/fortune/global500/2009/full_list.

szy wykorzystali Kanał Sueski jako główny szlak handlowy, a także zorganizowali sieć portów i baz przeładunkowych ropy naftowej, opartych na tej samej technologii wielkich, hurtowych zbiorników. Pierwszym tankowcem pływającym dla firmy braci Samuel był „Murex”, którego pierwszy rejs odbył się w 1892 roku. Innowacja braci Samuelów rewolucjonizowała światowy handel ropą naftową. Transport zbiornikowy znacznie zmniejszył koszty transportu, jednocześnie umożliwiając przewożenie o wiele większych ilości ropy bez znaczącego zwiększania tonażu samych statków. Początkowo bracia Samuel nazwali swoją firmę The Tank Syndicate, lecz w 1897 roku zmienili nazwę na Shell Transport and Trading Company.

Innym znaczącym zagłębiem naftowym była wówczas Azja Południowo-Wschodnia, gdzie w koloniach holenderskich, na Sumatrze, w miejscowości Pankalan Brandan, rozpoczęto eksploatację pierwszego w regionie złoża ropy (w 1890). Na bazie tej eksploatacji rozwinęła się firma Royal Dutch Petroleum Company, która szybko zaczęła konkurować z firmą Shell o rynek zbiornikowego transportu ropy naftowej. Na przełomie XIX i XX wieku konkurencja na tym rynku zaostrzała się. Jednym z jej aspektów była rywalizacja o koncesje na eksploatację kolejnych złóż, co pozwalało na dywersyfikację źródeł dostaw. Shell Transport and Trading Company weszła w bezpośrednią konfrontację z Royal Dutch Petroleum Company wraz z uruchomieniem eksploatacji złóż na Borneo, jednak wkrótce obie firmy połączyły siły w starciu z innym gigantem, amerykańską firmą Standard Oil, która zorganizowała w 1903 roku związek producentów ropy pod nazwą Asiatic Petroleum Company.

W 1907 roku Shell Transport and Trading Company oraz Royal Dutch Petroleum Company połączyły się w jedną firmę o nazwie Royal Dutch Shell Group⁴⁸. Podczas I wojny światowej Shell był głównym dostawcą brytyjskich sił ekspedycyjnych na kontynencie. W latach 20. XX wieku firma stała się największym światowym dostawcą ropy naftowej, dostarczającym 11% światowej produkcji i posiadającym 10% światowego tonażu floty tankowców. W 1929 założono spółkę córkę Shell Chemicals. Pierwsza połowa XX wieku była dla Royal Dutch Shell okresem bardzo zmiennej koniunktury. Z jednej strony rozwój firmy następował wraz ze wzrostem światowego zapotrzebowania na ropę naftową. Z drugiej – obie wojny światowe przyniosły ze sobą falę wstrząsów politycznych, które najbardziej były odczuwalne dla firmy wtedy, kiedy dochodziło do zniszczenia albo nacjonalizacji któregoś z jej pól naftowych, fabryk, baz przeładunkowych albo części floty tankowców⁴⁹. Po II wojnie światowej nastąpił kolejny przełom w światowym biznesie naftowym wraz z rozpoczęciem eksploatacji złóż podmorskich. W 1947 roku przeprowadzono pierwsze odwierty na skalę przemysłową, w Zatoce Meksykańskiej. W 1950 roku firma Shell uruchomiła tam swoją pierwszą platformę wiertniczą. W pięć lat później firma miała już 300 odwiertów podmorskich, głównie w Zatoce Meksykańskiej. Badania geologiczne w poszukiwaniu ropy skierowały się teraz głównie na ten typ złóż, dając odkrycia

⁴⁸ http://www.shell.com/home/content/aboutshell/who_we_are/our_history/the_beginnings/the_beginnings_history_of_shell_22112006.html.

⁴⁹ http://www.shell.com/home/content/aboutshell/who_we_are/our_history/early_20th_century/early_20th_century_history_shell_22112006.html.

w delcie Nigru w Afryce oraz u wybrzeży Borneo. W tej pierwszej lokalizacji firma Shell uruchomiła swoje odwierty w 1958 roku. Wydobywanie ropy spod dna morskiego, wraz z szybko rosnącym po II wojnie światowej popytem na ropę jeszcze bardziej zwiększyło rolę transportu morskiego, czemu sprzyjało wynalezienie supertankowców, opartych na technologiach zaczerpniętych z konstrukcji wojskowych lotniskowców i pancerników⁵⁰.

Lata 60. i 70. XX wieku przyniosły kolejną rewolucję w branży, w postaci technologii skraplania gazu ziemnego, otwierając rynek transportu morskiego dla tego surowca. Pionierem w tym zakresie była spółka Conch International Methane, której 40% akcji miała firma Shell. W drugiej połowie XX wieku tym, co najbardziej zagrażało rozwojowi firmy, były kolejne wstrząsy polityczne w regionach roponośnych. Doprowadziło to, w latach 70. XX wieku, do dywersyfikacji działalności firmy, na przemysł węglowy, hutniczy i energetykę jądrową. W tym ostatnim obszarze okazało się jednak, że zagrożenia polityczne są tak duże, że pod koniec lat 70. firma Shell zrezygnowała z niego. Jednocześnie w latach 80. XX wieku o wiele bardziej obiecującym biznesem okazała się być energetyka słoneczna oraz biopaliwa⁵¹.

Druga na liście największych firm świata korporacja Exxon Mobil ma swoje początki w 1859 roku, kiedy to pułkownik Edwin Drake oraz Billy Smith dokonali pierwszego udanego odwiertu ropy naftowej w Titusville w stanie Pennsylvania. Na bazie ich biznesu, z udziałem kapitału Rockefellera, w 1870 roku zostaje założona spółka Standard Oil z siedzibą w stanie Ohio. Posiada ona wówczas największe na świecie zdolności przerobowe w zakresie rafinacji ropy naftowej. W 1866 roku Matthew Ewing i Hiram Bond Everest zakładają firmę Vacuum Oil Company, opartą na patencie na metodę próżniowej destylacji ropy naftowej (metoda ta pozwala uzyskać wysokiej jakości substancję smarną). W 1879 roku Standard Oil Co kupuje ¾ udziałów w Vacuum Oil Company, za kwotę 200 tys. USD. Vacuum Oil Company była światowym pionierem technologicznym, szczególnie w zakresie olejów. Jednym z jej flagowych produktów na przełomie XIX i XX wieku był olej Gargoyle 600-W Steam Cylinder. W 1882 roku Standard Oil dostarcza smary do pierwszego generatora elektrycznego skonstruowanego przez Tomasza Edisona. W tym samym roku zostaje stworzony trust Standard Oil, który poza spółką Standard Oil z Ohio obejmuje także Standard Oil Company z New Jersey (Jersey Standard) oraz Standard Oil Company z Nowego Jorku. Na przełomie XIX i XX wieku zostaje wylansowana marka olejów Mobiloil.

W 1911 roku Sąd Najwyższy USA nakazuje podział Standard Oil na 34 niezależne spółki, w tym spółki: Jersey Standard, Socony oraz Vacuum Oil. W tym samym roku ma miejsce istotna zmiana technologiczna i marketingowa na rynku paliw: w sprzedaży spółki Jersey Standard sprzedaje benzynę, dotychczas traktowanej jako uciążliwy produkt uboczny, po raz pierwszy przewyższa sprzedaż nafty do lamp. W 1919

⁵⁰ http://www.shell.com/home/content/aboutshell/who_we_are/our_history/post_war_expansion/post_war_expansion_history_of_shell_22112006.html.

⁵¹ http://www.shell.com/home/content/aboutshell/who_we_are/our_history/1960s_1980s/1960s_to_1980s_history_of_shell.html.

roku Jersey Standard nabywa 50% udziału w spółce Humble Oil & Refining Company w Teksasie. Spółka ta wprowadziła nowatorską metodę poszukiwań ropy naftowej, opartą na mikropaleontologii, a konkretnie na badaniu mikroskopijnych skamielin zawartych w próbkach materiału geologicznego z odwiertów. W 1920 roku Jersey Standard zaczyna eksperymentalną produkcję alkoholu izopropylowego, pierwszego produktu petrochemicznego. W 1926 roku spółka Jersey Standard wykorzystuje fonetykę pierwszych głosek słów składających się na nazwę Standard Oil, aby wyłansować nową markę: Esso. Przez całe lata 20. i 30. XX wieku marka olejów Mobiloil konsekwentnie buduje sobie pozycję produktu „z górnej półki”, stosowanego między innymi przez pionierów lotnictwa. Spółka Humble Oil zaczyna w pionierski sposób stosować instrumenty geofizyczne w komercyjnym poszukiwaniu ropy, co owocuje odkryciem złóż ropy w Sugarland w Teksasie (w 1927) za pomocą sejsmografu refrakcyjnego.

Od 1936 roku spółka Socony-Vacuum zaczyna rozwijać nowatorską, katalityczną technologię rafinacji ropy naftowej, w oparciu o badania francuskiego naukowca Eugene’a P. Houdry’ego. Proces ten dawał świetne wyniki w produkcji benzyn. Udoskonalano go aż do roku 1942, kiedy został doprowadzony do w pełni przemysłowych zastosowań i kiedy magazyn „Fortune” określił go jako „najważniejsze odkrycie w dziedzinie technologii chemicznych na przestrzeni ostatnich 50 lat”. W 1952 roku Jersey Standard wprowadziło pierwszy wielosezonowy olej silnikowy: *Uniflo*. W 1958 roku, kiedy zaczynają działalność cywilne linie lotnicze Pan American Airways, w eksploatowanych przez nie samolotach pasażerskich Boeing stosowane są oleje silnikowe Mobil. Firma Humble Oil bez przerwy doskonali metody poszukiwań ropy. Owocuje to wynalezieniem w 1963 roku sejsmografii trójwymiarowej, która rewolucjonizuje metody badania i poszukiwania złóż. W 1966 roku firma Vacuum Oil Company zmienia nazwę na Mobil Oil Corporation. W 1972 roku firma Jersey Standard oficjalnie zmienia nazwę na Exxon Corporation. Mobil (w 1974) wprowadza na rynek syntetyczny olej silnikowy Mobil 1, dziś jedną z najbardziej rozpoznawalnych marek na rynku. W 1975 roku Mobil uczestniczy w konstrukcji pierwszej betonowej platformy wiertniczej, Beryl A, o wysokości 50 pięter, która staje się podstawą do konstruowania dalszych platform wiertniczych na Morzu Północnym. W 1972 roku firma Mobil patentuje wynaleziony w latach sześćdziesiątych katalizator ZSM-5 zeolite. W 1976 roku firma patentuje technologię, w której przy zastosowaniu tego katalizatora można przetwarzać alkohol metylowy na wysokooktanową benzynę. 30 listopada 1999 roku Exxon i Mobil łączą się, tworząc Exxon Mobil Corporation. Na początku obecnej dekady firma zaczyna angażować się w projekty związane z energią źródeł odnawialnych⁵².

Ósma największa korporacja świata – ING Group – powstała w 1991 roku w wyniku fuzji grupy ubezpieczeniowej Nationale-Nederlanden z NMB Postbank Group. Każda z łączących się firm miała odrębną historię. Grupa Nationale Nederlanden powstała w 1963 roku z połączenia dwóch innych firm ubezpieczeniowych: firmy

⁵² http://www.exxonmobil.com/Corporate/history/about_who_history_alt.aspx.

ubezpieczeniowej De Nederlanden van 1845, założonej w 1845 roku i specjalizującej się w ubezpieczeniach od ognia oraz The National Life Insurance Bank założonej (w 1863) w Rotterdamie jako jedna z pierwszych firm ubezpieczeń na życie. Powstała w wyniku ich fuzji grupa Nationale Nederlanden wchłaniała po kolei inne firmy ubezpieczeniowe na świecie: The Security Life of Denver Insurance Company, Southland Life Insurance Company, NV Rotterdamsche Verzekering-Sociëteiten, Westland Utrecht Hypotheekbank, Mercantile Mutual, Western Union, The Halifax Fire Insurance Association, BELAIRdirect, The Commerce Group. Z kolei NMB Postbank Group powstała w 1989 roku z fuzji spółek: Postbank oraz Nederlandsche Middenstandsbank. Ta pierwsza (Postbank) powstała z kolei 1986 roku w wyniku fuzji założonego w 1881 roku banku pocztowego Rijkspostspaarbank oraz powstałego w 1918 roku banku Postcheque- en Girodienst⁵³.

Japan Post Co., jedenasta największa korporacja świata, jest spółką z udziałem japońskiego państwa, powstała w procesie częściowej prywatyzacji usług pocztowych przez rząd japoński. Do roku 2001 usługi pocztowe były w Japonii jedną z funkcji publicznych, sprawowanych przez odpowiedni resort rządu. 1 kwietnia 2003 roku powołano do życia przedsiębiorstwo państwowe Japan Post, które przejęło od rządu japońskiego funkcję świadczenia usług pocztowych. W styczniu 2006 roku przedsiębiorstwo to zostało przekształcone w spółkę Japan Post Holdings Co., Ltd., a ta w grupę Japan Post (1 października 2007), obejmując spółki: Japan Post Holdings Co., Ltd., Japan Post Service Co., Ltd., Japan Post Network Co., Ltd., Japan Post Bank Co., Ltd. and Japan Post Insurance Co., Ltd.⁵⁴.

Dwunasta największa firma świata – General Electric – powstała w 1890 roku, pod nazwą Edison General Electric Company, z inicjatywy wielkiego wynalazcy Tomasza Alvy Edisona. Jednocześnie pojawił się konkurent: The Thomson – Houston Company, założona przez Charles’a Coffina z Lynn w Massachusetts. W 1892 roku obie firmy połączyły się w General Electric Company, której pierwszym prezesem został Charles Coffin⁵⁵. W 1895 roku General Electric zaczyna produkować największe wówczas na świecie, dziewięćdziesięciotonowe lokomotywy elektryczne oraz pierwsze ośmiuset kilowatowe transformatory elektryczne. W 1896 roku na podstawie dokonanego rok wcześniej odkrycia Wilhelma Conrada Roentgena, Elihu Thomson, inżynier z GE, zaprezentował pierwsze na świecie urządzenie do stereoskopowej radiografii. W 1900 roku GE założyła swoje pierwsze i jedno z pierwszych na świecie przemysłowe laboratorium badawcze, w miejscowości Schenectady koło Nowego Yorku. W 1902 roku GE rozpoczęła produkcję wentylatorów elektrycznych, na podstawie wynalazku swego inżyniera, Jamesa T. Wooda, a w 1905 roku produkcję elektrycznych tosterów. W tym samym roku powstaje spółka-córka GE zajmująca się komercyjnym finansowaniem małych, innowacyjnych biznesów – The Electric Bond and Share Co. W latach 1910–1912 GE rozwija najbardziej znany wynalazek Tomasza

⁵³ http://www.ing.com/group/showdoc.jsp?docid=074177_EN&menopt=abo|his.

⁵⁴ <http://www.japanpost.jp/en/corporate/changes/>.

⁵⁵ <http://www.ge.com/company/history/edison.html>.

Edisona, żarówkę elektryczną, poprzez wprowadzenie do niej drutu wolframowego oraz skonstruowanie na jej podstawie lampy próżniowej, na której później oparto całą generację urządzeń elektronicznych⁵⁶.

Historia niektórych spośród największych korporacji pokazuje pewne istotne prawidłowości.

Po pierwsze, największe korporacje świata rozwinęły się głównie w dwóch branżach: paliwowo-energetycznej oraz motoryzacyjnej, z zauważalną obecnością branży usług finansowych oraz usług i handlu detalicznego.

Po drugie, można zauważyć pewne szczególne okresy, kiedy powstawało wyjątkowo wiele dzisiejszych wielkich korporacji. Pierwszym takim okresem był przełom XIX i XX wieku. Dwie kolejne rewolucje przemysłowe, związane z nimi (szczególnie z drugą z nich) szybki wzrost produktywności procesów wytwórczych oraz początki bankowości inwestycyjnej przyniosły narodziny wielkich tradycyjnych korporacji takich, jak: Exxon, Shell czy General Electric. Druga wielka fala tworzenia dużych struktur korporacyjnych to przełom lat 60. i 70. XX wieku. Wówczas głównym mechanizmem napędowym tworzenia korporacji była inżynieria finansowa, a zwłaszcza szybko rozwijający się rynek papierów dłużnych. Z trzecim szczególnym okresem mamy do czynienia teraz, kiedy do rangi wielkich globalnych graczy urastają firmy azjatyckie, brazylijskie, rosyjskie czy izraelskie.

Po trzecie, wiele spośród największych firm świata to organizacje starsze niż wiele znanych państw, a ich ciągłość instytucjonalna budowała się w każdym konkretnym przypadku wokół pewnej podstawowej wiązki kompetencji technologicznych. Można bez przesady powiedzieć, że rozwój kluczowych obszarów dzisiejszej technologii był nierozzerwalnie i wzajemnie związany z ciągłością instytucjonalną wielkich korporacji. Wielkie korporacje są jedynym znanym przykładem organizacji, w których przez ponad 100 lat miał miejsce ciągły, międzypokoleniowy przekaz wiedzy i doświadczenia skupiony na rozwoju pewnych obszarów technologicznych. Trudno chyba znaleźć na świecie uniwersytet o podobnej ciągłości procesów badawczych i podobnej konsekwencji w doprowadzaniu ich do etapu komercjalizacji. Po trzecie, wielkie korporacje potrafiły zachować ciągłość instytucjonalną w bardzo burzliwym otoczeniu politycznym XX wieku: dwóch wojen światowych, rewolucji ludowych, dekolonizacji.

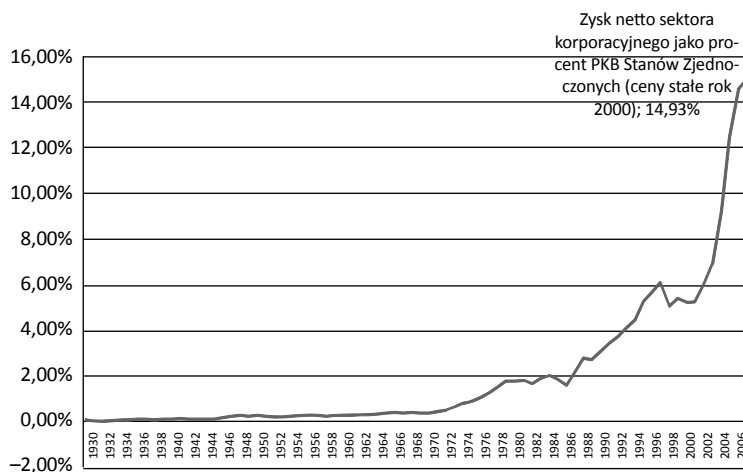
Ekspansja korporacji oraz ich rozmiary jako organizacji mają duże znaczenie ekonomiczne. Prześledźmy, na przykładzie Stanów Zjednoczonych na przestrzeni lat 1930–2007 udział zysków netto sektora korporacyjnego (czyli sektora gospodarki złożonego z przedsiębiorstw działających formie korporacji) w całej wartości dodanej wytwarzanej w gospodarce, czyli w Produkcie Krajowym Brutto⁵⁷. Trend w tym

⁵⁶ <http://www.ge.com/innovation/timeline/index.html>.

⁵⁷ Prezentowane tutaj dane na temat gospodarki amerykańskiej zaczerpnięte są z serwisu internetowego Biura Analiz Ekonomicznych Rządu Federalnego USA (US Federal Bureau of Economic Analyses, WWW.bea.gov). Wszystkie agregaty ekonomiczne prezentowane są w cenach stałych z roku 2000, według statystyk BEA.

zakresie pokazany jest syntetycznie na wykresie poniżej (rys. 1). Do połowy lat 70. XX wieku trend ten jest stosunkowo łagodny, a udział zysków sektora korporacyjnego w amerykańskim PKB utrzymuje się poniżej 1%. W połowie lat 70. XX wieku udział ten zaczął gwałtownie rosnąć i przyspieszenie zmian także rosnęło. W latach 2002–2007 wzrost udziału zysków korporacyjnych w PKB USA przyjął kształt prawie pionowej linii. W roku 2007 udział zysków korporacyjnych w produkcie brutto gospodarki USA wyniósł 14,9% (w roku 1930 było to 0,1%, a w 1975 – 0,8%), zaś udział dywidendy korporacyjnej wyniósł 8,2% (0,1% w roku 1930, 0,3% – w 1975).

Rysunek 1. Zysk netto sektora korporacyjnego jako procent PKB Stanów Zjednoczonych w latach 1930–2007 (ceny stałe rok 2000)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych US Federal Bureau of Economic Analyses, www.bea.gov.

Schodząc z płaszczyzny makroekonomicznej na mikroekonomiczną, można prześledzić, jak zmieniały się zyski oraz skala działalności niektórych największych amerykańskich korporacji⁵⁸. W 1955 roku największą pod względem wartości aktywów amerykańską korporacją był Exxon Mobil, podobnie jak w dwadzieścia lat później. Jednakowoż już w 1995 roku największe aktywa spośród amerykańskich korporacji miała Federal National Mortgage Association (FNMA, powszechnie nazywane Fannie Mae), która jest przedsiębiorstwem sponsorowanym przez rząd USA (ang. Government Sponsored Enterprise, GSE). Jest to firma prywatna, na mocy specjalnego prawa autoryzowana do pożyczania pieniędzy i udzielania gwarancji kredytowych.

⁵⁸ http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune500_archive/full.

Z kolei w 2005 roku największą pod względem wartości aktywów amerykańską firmą była grupa finansowa Citigroup. To jeden z najważniejszych strukturalnych trendów powojennego kapitalizmu: wraz z rozwojem rynków kapitałowych firmy z sektora usług finansowych stały się wielkimi korporacjami, podobnie jak wcześniej zostały nimi przedsiębiorstwa przemysłowe.

Na tle tego ogólnego trendu prześledźmy skalę działalności i zyski czterech wielkich amerykańskich korporacji przemysłowych – General Motors, Exxon Mobil, General Electric, Boeing, Lockheed Martin oraz Eastman Kodak – w okresie powojennym, na przestrzeni lat 1955–2005 (tabela 1). Najpierw zajmijmy się akumulacją aktywów przez te firmy. W 1955 roku firma Exxon Mobil dysponowała aktywami o wartości księgowej 6614,7 mln USD, zaś dla pozostałych 5 firm wartości te wynosiły: General Motors 5130,1 mln USD, General Electric 1692 mln USD, Boeing 252,6 mln USD, Lockheed Martin 280,8 mln USD, Eastman Kodak 558,8 mln USD.

W dwadzieścia lat później (w 1975) aktywa Exxon Mobil wzrosły prawie pięciokrotnie, do 31 332,4 mln USD, General Motors zwiększyło swoje aktywa czterokrotnie, do 20 468,1 mln USD, General Electric prawie sześciokrotnie (9369,1 mln USD w 1975 roku), w podobnej proporcji wzrosły aktywa firmy Lockheed Martin (1634 mln USD A.D. 1975), natomiast czempionami akumulacji kapitału były: Eastman Kodak, z ponad ośmiokrotnym wzrostem wartości aktywów oraz Boeing ze wzrostem prawie siedmiokrotnym.

Przez kolejne dwadzieścia lat (1976–1995) owe sześć firm akumulowało kapitał w bardzo zróżnicowanym tempie. Najszybsza akumulacja miała miejsce w General Electric, gdzie wartość aktywów wzrosła prawie dwudziestojednokrotnie. Szybka akumulacja towarzyszyła również działalności: Boeinga (ponad dwunastokrotny wzrost wartości aktywów), General Motors (aktywa wzrosły prawie dziesięciokrotnie) oraz Lockheed Martin (wzrost prawie sześciokrotny). W firmach: Exxon Mobil i Eastman Kodak akumulacja była już skromniejsza – w dwadzieścia lat aktywa każdej z tych firm zyskały na wartości mniej więcej trzykrotnie. Kolejne dziesięć lat (1996–2005) to okres spowolnienia akumulacji dla wszystkich sześciu firm; w Eastman Kodak doszło nawet do odpływu kapitału. Interesujące jest zestawienie danych o akumulacji ze stopą zwrotu z aktywów, liczoną jako iloraz zysku netto przez wartość księgową aktywów. W czterech na sześć analizowanych firm – General Motors, General Electric, Boeing oraz Eastman Kodak – miał miejsce ciągły spadek stopy zwrotu z aktywów na przestrzeni pięćdziesięciu lat (1955–2005). Firmy: Exxon Mobil oraz Lockheed Martin wykazywały z kolei zmienną stopę zwrotu, bez zdecydowanego trendu. Co ciekawe, w żadnej z analizowanych firm nie widać w długim okresie wyraźnego związku między akumulacją aktywów, a stopą zwrotu z nich. Akumulacji kapitału w sektorze usług finansowych na przestrzeni ostatnich kilkudziesięciu lat towarzyszyło więc stopniowe spowolnienie akumulacji w tradycyjnym przemyśle oraz zatarcie się jej związku przyczynowego z efektywnością wykorzystania aktywów.

Tabela 1. Zyski oraz skala działalności niektórych największych amerykańskich korporacji – General Motors, Exxon Mobil, General Electric, Boeing, Lockheed Martin oraz Eastman Kodak – w latach 1955–2005

Firma	Przychody (mln USD)	Zysk netto (mln USD)	Wartość aktywów (mln USD)	rentowność netto	zwrot z aktywów
General Motors					
1955	9823,5	806,0	5 130,1	8,2%	15,7%
1975	31 549,5	950,1	20 468,1	3,0%	4,6%
1995	154 951,2	4 900,6	198 598,7	3,2%	2,5%
2005	193 517,0	2 805,0	479 603,0	1,4%	0,6%
Exxon Mobil					
1955	5661,4	584,8	6614,7	10,3%	8,8%
1975	42 061,3	3142,2	31 332,4	7,5%	10,0%
1995	101 459,0	5100,0	87 862,0	5,0%	5,8%
2005	270 772,0	25 330,0	195 256,0	9,4%	13,0%
General Electric					
1955	2 959,1	212,6	1 692,0	7,2%	12,6%
1975	13 413,1	608,1	9 369,1	4,5%	6,5%
1995	64 687,0	4 726,0	194 484,0	7,3%	2,4%
2005	152 363,0	16 593,0	750 330,0	10,9%	2,2%
Boeing					
1955	1 033,2	37,0	252,6	3,6%	14,6%
1975	3 730,7	72,4	1 746,3	1,9%	4,1%
1995	21 924,0	856,0	21 463,0	3,9%	4,0%
2005	52 553,0	1 872,0	53 963,0	3,6%	3,5%
Lockheed Martin					
1955	732,9	22,4	280,8	3,1%	8,0%
1975	3 279,1	23,2	1 634,1	0,7%	1,4%
1995	13 130,0	445,0	9 113,0	3,4%	4,9%
2005	35 526,0	1 266,0	25 554,0	3,6%	5,0%
Eastman Kodak					
1955	633,5	69,8	558,8	11,0%	12,5%
1975	4 583,6	629,5	4 703,3	13,7%	13,4%
1995	16 862,0	557,0	14 968,0	3,3%	3,7%
2005	13 829,0	649,0	14 848,0	4,7%	4,4%

Źródło: opracowanie własne na podstawie http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune500_archive/full.

1.2. Klasyczna mikroekonomia i jej ograniczenia w badaniu działalności korporacji

Jeżeli weźmiemy dowolny akademicki podręcznik ekonomii, znajdziemy tam treści oparte w głównej mierze na tzw. teorii Marshalla. Kiedy w 1890 roku ukazało się pierwsze wydanie „Zasad ekonomii” Alfreda Marshalla (1890, 1920⁵⁹), którego teoria do dzisiaj jest uważana za fundament tzw. klasycznej mikroekonomii, oczywiście wydawało się stosowanie owych zasad do typowej firmy prywatnej.

Firma „marshallowska” miała przede wszystkim stosunkowo stabilną skalę produkcji, rosnącą co najwyżej w sposób stopniowy i organiczny, a pozycja rynkowa takiej firmy mogła być w prosty sposób zakwalifikowana do jednego z dwóch modeli rynku: konkurencji doskonałej albo monopolu. Fakt, że firma taka korzystała z określonych środków produkcji wynikał z jej zdolności do wykorzystania ich w najbardziej efektywny sposób. Jeżeli znajdował się inny przedsiębiorca, który potrafił wykorzystać środki produkcji w sposób bardziej efektywny wtedy, zgodnie z teorią Marshalla, następował transfer owych środków do bardziej efektywnej firmy.

Rozwój korporacji jako formy przedsiębiorstwa, szczególnie spektakularny poczynawszy od przełomu XIX i XX wieku, nastroczał sporo problemów naukom ekonomicznym, które nie były w stanie nadążyć za tą ogromną zmianą instytucjonalną. Jedną z cech korporacji, które nastroczała najwięcej problemów naukom ekonomicznym, jest jej zdolność do osiągania ogromnych rozmiarów. Są to największe w historii ludzkości prywatne organizacje. Organizacje te nie tylko mogą osiągać bardzo duże rozmiary, ale mogą do owych rozmiarów dochodzić bardzo szybko. Zgodnie z danymi opublikowanymi przez Ministerstwo Skarbu Państwa RP, w 2008 roku przychody netto Skarbu Państwa z tytułu prywatyzacji wyniosły 1021 mln zł, przy planie rocznym – 1371 mln zł⁶⁰. W przeliczeniu na dolary amerykańskie kwoty te wynoszą odpowiednio 346 mln USD oraz 465 mln USD. Tymczasem w 2008 roku korporacja Ford Motor Co z tytułu sprzedaży należących do niej fabryk i przedsiębiorstw uzyskała netto 5913 mln USD⁶¹. Przychody netto Ford Motor Co w 2008 roku z tytułu sprzedaży posiadanych wcześniej biznesów wyniosły ponad dziesięć razy więcej, niż przychody państwa polskiego z tytułu prywatyzacji w tym samym czasie. Przychody netto Ford Motor Co ze sprzedaży produktów i usług w 2008 roku wyniosły 146 277 mln USD. Przychody polskiego budżetu państwa planowane na 2008 rok wyniosły 246 609 986 tys. zł, czyli 83 597 mln USD, prawie o połowę mniej od przychodów Forda. Proporcje te pokazują, jak ogromnymi organizacjami są współczesne korporacje.

⁵⁹ A. Marshall, *Principles of Economics*, 8th Edition, London 1920, First Pub. Date 1890.

⁶⁰ http://prywatyzacja.msp.gov.pl/palm/pr/60/6767/Zestawienie_przychodow_z_prywatyzacji__stan_na_dzien_31122008_r.html.

⁶¹ Ford Motor Co–K, FORM 10–K, filed: February 26, 2009 (period: December 31, 2008), annual report which provides a comprehensive overview of the company for the past year.

Innym przykładem szybkiego wzrostu korporacji może być polska spółka giełdowa Bioton S.A., która weszła na warszawską giełdę w styczniu 2005 roku i jednocześnie zaczęła szybko budować międzynarodową grupę kapitałową. Obecnie w jej skład wchodzi kilkanaście spółek na całym świecie. W momencie wejścia na giełdę wartość księgowa skonsolidowanych aktywów Bioton S.A. wynosiła mniej niż 300 mln zł, na koniec 2008 roku – prawie 1,6 mld zł. W ciągu trzech lat kalendarzowych spółka ta rozrosła się ponad pięciokrotnie⁶².

Aby lepiej zilustrować efekty konfrontacji między klasyczną teorią Marshalla, a realiami funkcjonowania korporacji, zastosujmy tą teorię do sygnalizowanego wcześniej przypadku sprzedaży części posiadanych biznesów przez Ford Motor Co. W 2008 roku Ford Motor Company sfinalizowała sprzedaż swoich udziałów w firmie Jaguar Land Rover firmie Tata Motors Limited. W wyniku transakcji właściciela zmieniły aktywa o wartości księgowej 8868 mln USD. Ford Motor Company uzyskała od Tata Motors 2532 mln USD w gotówce, odnotowała odpis podatkowy (tarczę podatkową) w wysokości 138 mln USD, wydała 550 mln USD na uregulowanie zobowiązań między spółką matką, a spółką Jaguar Land Rover oraz poniosła koszty rozdzielenia firm w wysokości 152 mln USD (te ostatnie zaksięgowano w II i III kwartale 2008 roku). Nabywca, Tata Motors, zobowiązał się również do pokrycia zobowiązań przejmowanej firmy w wysokości 177 mln USD.

Gdyby interpretować tą transakcję zgodnie z klasyczną teorią Marshalla należałoby założyć, że przedmiotem transakcji był zbiór środków produkcji. Firma Jaguar Land Rover nie byłaby tu traktowana jako zorganizowana całość, tylko raczej jako suma najmniejszych możliwych części składowych, np. pojedynczych maszyn bądź ich zespołów. Taka interpretacja omawianej transakcji nastrocza kilka problemów. Po pierwsze, pomija się tu całkowicie kwestię tzw. niematerialnych (miękkich) aktywów firmy, takich jak wizerunek, wiedza i doświadczenie pracowników itp. Owe aktywa stanowią dla każdego przedsiębiorstwa swego rodzaju spoiwo łączące w efektywnie działającą całość poszczególne zasoby materialne. Po drugie, interpretacja taka nie bierze pod uwagę faktycznego sposobu dokonywania tego typu transakcji. Firma Tata Motors nie kupiła od Ford Motor Corporation zbioru oderwanych składników majątkowych, lecz zbiór tytułów prawnych (akcji) umożliwiających prawną kontrolę nad spółką Jaguar Land Rover, która z kolei jest prawnym właścicielem owego zbioru składników majątkowych. Owe tytuły prawne to inaczej kontrakty. Mamy tu więc do czynienia z zupełnie innego rodzaju transakcją, niż ta zakładana przez klasyczną teorię Marshalla – właściciela zmieniają nie tyle środki produkcji jako takie, ile złożoną wiązkę kontraktów, której jednym z aspektów jest własność owych środków produkcji. Nie jest więc tak, że wraz z dokonaniem transakcji środki produkcji składające się dotychczas na Jaguar Land Rover zaczynają funkcjonować w zupełnie inny sposób, pod innym zarządem i w innej konfiguracji. Jest bardzo prawdopodobne, że lwią część środków produkcji firmy Jaguar Land Rover będzie dalej funkcjonować tak samo jak przed transakcją, mimo przejścia owej firmy do grupy kapitałowej Tata Motors. Z czasem sposób wykorzystania tych środków może się zmienić, lecz czas ten

⁶² www.bankier.pl.

będzie prawdopodobnie dość długi, mierzony w latach niż w miesiącach. Jednocześnie warto zauważyć, że sprzedaż kontrolnego pakietu akcji firmy Jaguar Land Rover przez Ford Motor Corporation na rzecz Tata Motors ma miejsce najpierw, a dopiero później okaże się, czy środki produkcji składające się na firmę Jaguar Land Rover są bardziej efektywnie wykorzystywane w ramach struktury kapitałowej korporacji Tata Motors, niż były wcześniej wykorzystywane w strukturach Ford Motor Corporation. Nie jest więc tak, że decyzja o transferze zbioru środków produkcji składających się na firmę Jaguar Land Rover jest podejmowana na bazie wiedzy o tym, że u nowego właściciela będą one bardziej efektywnie wykorzystywane, lecz na podstawie prognoz, że tak może być.

Zastosowanie klasycznej teorii Marshalla do omawianego przypadku pozwoliło wskazać na dwa problemy, z jakimi nauki ekonomiczne musiały sobie poradzić starając się opisać i wyjaśnić działanie korporacji. Po pierwsze, korporacja jest złożoną, wielopoziomową strukturą kontraktową, w której równie złożoną strukturę ma prawo własności, przy czym własność ta z reguły nie jest związana z uprawnieniami do bezpośredniego dysponowania poszczególnymi składnikami majątku. Po drugie, decyzje o poszerzaniu bądź zawężaniu granic korporacji jako organizacji są podejmowane w warunkach niepewności, bez doskonałej informacji postulowanej przez klasyczną mikroekonomię. Pierwsza wielka fala fuzji i przejęć na przełomie XIX i XX wieku oraz zapoczątkowany przez nią gwałtowny rozwój korporacji były zjawiskiem odmiennym od organicznych procesów akumulacji i transferu środków produkcji w teorii Marshalla, tym bardziej, że często szybki wzrost tych przedsiębiorstw kończył się spektakularnymi bankructwami, a więc był, jak się wydawało, ekonomicznie nieefektywny.

Wiązało się z tym kolejne zagadnienie, tzw. przewaga komparatywna. Marshall podjął tezę sformułowaną wcześniej przez Davida Ricardo, że każde przedsięwzięcie gospodarcze przynosi największe możliwe korzyści ekonomiczne wtedy, kiedy przedsiębiorca skupi się na tych procesach wytwórczych, które są w jego firmie najbardziej produktywnie⁶³. Marshall sformalizował pojęcie przewagi komparatywnej po to, aby wyjaśnić powstawanie długich łańcuchów dostaw i wzajemnej kooperacji między przedsiębiorstwami wyspecjalizowanymi tylko w określonych fragmentach całego cyklu wytwórczego jednego i tego samego dobra. Stan, w którym przedsiębiorstwo skupia się tylko na robieniu tego, co potrafi robić stosunkowo najbardziej efektywnie, Marshall określał zapożyczonym od Ricardo terminem „przewaga komparatywna”. Sytuacja taka, w przypadku drobnego, prywatnego przedsiębiorcy normalna, bynajmniej nie dotyczy dużych korporacji. Zilustrujmy ten problem za pomocą analizy przypadku firmy **AkzoNobel**⁶⁴. AkzoNobel jest korporacją, której główna siedziba mieści się w Holandii, w Amsterdamie. Firma jest największym na świecie produ-

⁶³ David Ricardo opisał zauważoną przez siebie prawidłowość, że najwyższe zyski przynosiły te plantacje, w których uprawiano tylko najżyźniejsze gleby, zaś grunty mniej żyzne pozostawiano odłogiem.

⁶⁴ *Delivering Tomorrow's Answers Today*, AkzoNobel 2008 Report, issued on March, the 10th, 2009.

centem farb i różnego rodzaju produktów pokrewnych, wytwarza również specjalistyczne chemikalia. W 2008 roku całkowite przychody firmy wyniosły 15,4 mld euro, przy zysku netto 742 mln euro zatrudnienie na koniec roku wynosiło 60 000 osób w ponad 80 krajach. AkzoNobel jest korporacją globalną, jednak 47% jej przychodów pochodzi z rynków europejskich, 30% z obu Ameryk, 19% z Azji i basenu Pacyfiku. Z punktu widzenia struktury produktowej największym źródłem przychodów (37% przychodów – 5,7 mld euro w 2008, 13 300 pracowników na koniec 2008) są chemikalia specjalistyczne, na drugim miejscu znajdują się farby dekoracyjne (34% – 5,1 mld euro przychodów w 2008, 24 000 pracowników na koniec 2008), na trzecim zaś specjalistyczne powłoki przemysłowe lakierowanie karoserii samochodowych, malowanie statków i okrętów, malowanie i konserwacja konstrukcji stalowych itp. (29% przychodów – 4,5 mld euro w 2008, 21 000 pracowników na koniec 2008). Objęcie przez AkzoNobel pozycji największego na świecie producenta farb dekoracyjnych wiąże się z faktem, że w styczniu 2008 roku firma przejęła innego producenta o podobnym profilu – brytyjską firmę Imperial Chemical Industries (ICI), płacąc za przejęte akcje ICI kwotę 11,6 mld euro.

Po przejęciu ICI, firma AkzoNobel sprzedała innej globalnej korporacji, firmie Henkel, swoje udziały w firmie National Starch, będącej uprzednio częścią obszaru chemikaliów specjalistycznych i zajmującą się produkcją specjalistycznych dodatków do żywności. Ta transakcja, łącznie ze sprzedażą biznesów należących do przejętej firmy ICI w obszarze klejów oraz materiałów dla elektroniki, dała przychód w kwocie 2,7 mld euro. Jednocześnie w obszarze chemikaliów specjalistycznych firma dokonała dwóch przejęć. Jej spółka zależna Eka Chemicals, działająca w obszarze środków chemicznych dla przemysłu drzewnego i papierniczego, nabyła od niemieckiej grupy H.C. Starck Group firmę Levasil, wyspecjalizowaną w pozyskiwaniu naturalnych związków krzemu. Dział Polimerów Akzo Nobel uzgodnił z chińską firmą Jiangsu QiangSheng kupno dwóch grup produktowych w obszarze nadtlenków organicznych. W czerwcu 2008 roku AkzoNobel sprzedała swoje działające na rynku kanadyjskim marki farb dekoracyjnych Para oraz Crown Diamond lokalnej firmie General Paint Corp. W sierpniu 2008 roku sprzedano również brytyjsko-irlandzkiej firmie Endless LLP (należący wcześniej do AkzoNobel w Wielkiej Brytanii) biznes o nazwie Crown Paints, działający w obszarze farb dekoracyjnych. Jednocześnie dwie belgijskie marki farb dekoracyjnych zostały sprzedane firmie Rieu Investissements S.A. W tym samym miesiącu AkzoNobel otworzyła w Chinach, w Suzhou blisko Shanghaju nową fabrykę powłok ochronnych, zbudowaną kosztem 23 mln euro. Biznes powłok ochronnych został również wzmocniony przez przejęcie we wrześniu 2008 roku dwóch nowych biznesów w USA: Soliant LLC oraz części firmy Lord Corporation związanej z produkcją powłok podłogowych. W październiku przejęto działającą na Florydzie firmę Enviroline wyspecjalizowaną w powłokach ochronnych dla platform wiertniczych. W listopadzie otwarto nową fabrykę specjalistycznych powłok o wysokiej elastyczności w Bangalore w Indiach. W 2008 roku firma AkzoNobel zaczęła również lansować nazwę firmy jako nową, ogólną markę swych produktów, z odpowiednią promocją

nowego logo i przesłania marketingowego. Przebieg procesu integracji z przejętym biznesem ICI pozwolił wyznaczyć planowane korzyści w postaci synergii dwóch firm w kwocie 340 mln euro.

Na podstawie danych o przychodach i zatrudnieniu w poszczególnych obszarach biznesów prowadzonych przez tą firmę można obliczyć wskaźnik przychodów na 1 zatrudnionego, który pozwala porównać, z pewnym przybliżeniem, efektywność ekonomiczną tych obszarów. W obszarze chemikaliów specjalistycznych średnia wartość przychodów na jednego zatrudnionego w 2008 roku wyniosła 428,6 tys. euro, w obszarze powłok przemysłowych było to 214,3 tys. euro, w obszarze farb dekoracyjnych 212,5 tys. euro. Dlaczego w jednej firmie połączone są biznesy o tak różnej efektywności ekonomicznej? Skąd biorą się różnice w efektywności ekonomicznej między tymi obszarami? Dlaczego firma nie skoncentruje całego swego kapitału na obszarze o najwyższej efektywności ekonomicznej, tj. na powłokach przemysłowych i nie pozbędzie się pozostałych biznesów? Dlaczego za najważniejsze wydarzenie roku 2008, według raportu rocznego, uznane jest nabycie firmy ICI, której istotnym biznesem są farby dekoracyjne czyli obszar o najniższej efektywności ekonomicznej? Według klasycznej teorii Marshalla takie działanie jest działaniem nieoptymalnym ekonomicznie, gdyż nie prowadzi do wytworzenia przewagi komparatywnej. Należy zatem szukać takiego sposobu wyjaśnienia działań wielkich korporacji, które pozwoliłyby co najmniej połączyć racjonalne skądinąd podejście Marshalla z innymi przesłankami.

W roku 2007 wstępnym negocjaczom na temat przejęcia przez Akzo Nobel firmy ICI towarzyszyło pozbycie się przez tą pierwszą całego odrębnego obszaru działalności w postaci farmacji, w wyniku sprzedaży firmy Organon BioSciences⁶⁵. Wcześniej (w 2006) obszar farb dekoracyjnych nie był jeszcze uznawany za odrębny pod względem strategicznym. Łącznie z produkcją powłok przemysłowych był on zgrupowany w obszarze biznesowym zwanym w żargonie Akzo Nobel „coatings” (materiały kryjące – K.W.), który to obszar generował 45% przychodów. Poza tym w działalności firmy wyróżniano jeszcze wówczas istotny obszar farmacji i biotechnologii (19% przychodów w 2006) oraz produktów weterynaryjnych (8%) przychodów. Istotnym obszarem biznesowym były już wtedy chemikalia specjalistyczne, generując 28% przychodów⁶⁶. Podobną strukturę biznesu można w Akzo Nobel zaobserwować również w roku 2005⁶⁷. Z kolei rok wcześniej (w 2004) produkty weterynaryjne nie są wyróżniane jako biznes strategicznie odrębny od farmaceutyków ludzkich oraz biotechnologii⁶⁸. W dzieleniu działalności Akzo Nobel na strategiczne obszary biznesowe widać ciągłe eksperymentowanie, które łączy się

⁶⁵ *Year of Transformation. Annual Report 2007*, Akzo Nobel, issued on March, the 18th, 2008.

⁶⁶ *Fit for the Future. Annual Report 2006*, Akzo Nobel, issued on March, the 13th, 2007.

⁶⁷ *Delivering on Growth. Annual Report 2005*, Akzo Nobel, issued on February, the 22nd, 2006.

⁶⁸ *Creating a Platform for Growth. Annual Report 2004*, Akzo Nobel, issued on February, the 16th, 2005.

z eksperymentowaniem w zakresie granic instytucjonalnych korporacji. Ów element eksperymentowania w warunkach niepewności oraz podejmowanie ryzyka są jednymi ze „znaków firmowych” działalności korporacji.

1.3. Korporacja jako organizacja zarządzająca ryzykiem i kontraktami – ujęcie zagadnienia z punktu widzenia nowej szkoły neoinstytucjonalnej

W zasadzie od przełomu XIX i XX wieku, obok neoklasycznej ekonomii opartej na „Zasadach ekonomii” Marshalla rozwijał się inny nurt, zwany dzisiaj instytucjonalizmem i dzielony na dwie szkoły: starą i nową. Stara szkoła instytucjonalna wywodzi się z prac Veblena (Veblen 1899⁶⁹, 1919⁷⁰) oraz Hamiltona i wczesnych prac Mitchella (Mitchell 1910⁷¹; Hamilton 1919⁷²), poprzez późniejsze prace Mitchella (Mitchell 1937⁷³), prace Commonsa i Ayresa (Commons 1931⁷⁴, 1934⁷⁵, 1965⁷⁶; Ayres 1944⁷⁷) aż po współczesne rozwinięcia Nelsona, Greifa, Northa, Aokiego czy Hodgsona (Nelson 1995⁷⁸; Greif 2006⁷⁹; North 1990⁸⁰; Aoki 2007⁸¹; Hodgson 1993⁸²,

⁶⁹ T.B. Veblen, *The Theory of the Leisure Class: An Economic Study in the Evolution of Institutions*, New York 1899, s. 190–191.

⁷⁰ T.B. Veblen, *The Place of Science in Modern Civilisation and Other Essays*, New York 1919, s. 242–243.

⁷¹ W.C. Mitchell, *The Rationality of Economic Activity. Part II*, „Journal of Political Economy”, March 1910, Vol. 18, No. 3, s. 197–216.

⁷² W.H. Hamilton, *The Institutional Approach to Economic Theory*, „American Economic Review” 1919, No. 9, Supplement, s. 309–318.

⁷³ W.C. Mitchell, *The Backward Art of Spending Money and Other Essays*, New York 1937.

⁷⁴ J.R. Commons, *Institutional Economics*, „American Economic Review” 1931 (December), Vol. 21, No. 4, s. 648–657.

⁷⁵ J.R. Commons, *Institutional Economics*, New York 1934.

⁷⁶ J.R. Commons, *A Sociological View of Sovereignty*, intr. Joseph Dorfman, New York 1965.

⁷⁷ C.E. Ayres, *The Theory of Economic Progress*, 1st ed., Chapel Hill, N.C. 1944.

⁷⁸ R. Nelson, *Recent Evolutionary Theorizing about Economic Change*, „Journal of Economic Literature” 1995, Vol. 33, s. 48–90.

⁷⁹ A. Greif, *Institutions and the Path to the Modern Economy: Lessons from Medieval Trade*, New York 2006.

⁸⁰ D. North, *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge, U.K. and N.Y. 1990.

⁸¹ M. Aoki, *Endogenizing Institutions and Institutional Changes*, Stanford University, revised version of an invited lecture at the 2005 World Congress of the International Economic Association in Morocco, 2007.

⁸² G.M. Hodgson, *Institutional Economics: Surveying the ‘Old’ and the ‘New’*, „Metroeconomica” 1993 (February), Vol. 44, No. 1, s. 1–28.

2000⁸³, 2006⁸⁴). Stara szkoła instytucjonalna koncentruje się na zagadnieniach rozwoju gospodarczego w szerokim kontekście zmian społecznych. Zachowania pojedynczych podmiotów są w jej obszarze zainteresowania o tyle, o ile bada się ich wzajemne zależności ze zmianami struktur społecznych oraz instytucji. Do badania zachowań korporacji bardziej przydatny jest dorobek teoretyczny tzw. neoinstytucjonalizmu. Początki tego nurtu zwykło datować się umownie od czasu publikacji Ranałna Coase’a „The Nature of The Firm (1937⁸⁵), chociaż już we wcześniejszych publikacjach innych autorów widać było znamiona nadchodzącej zmiany w naukach ekonomicznych.

W roku 1921, w rok po ukazaniu się ostatniego pełnego wydania „Zasad ekonomii” Marshalla, ukazała się książka pt. „Risk, uncertainty and profit” (pl. „Ryzyko, niepewność i zysk”) autorstwa Franka Knight’a (1921⁸⁶). Knight definiuje przedsiębiorstwo jako grupę ludzi zajmującą się produkcją, gdzie jest wyraźnie wyodrębniona hierarchia, na czele z kadrą zarządzającą, której podstawową funkcją jest nie tyle sama produkcja, ile zarządzanie ryzykiem. Akcent jest tu położony zarówno na kolektywność działania (dla Knight’a pojedynczy „wolny strzelec”, jak np. jednoosobowa firma budowlana, nie jest przedsiębiorstwem), jak i na hierarchiczną strukturę grupy oraz działanie w warunkach niepewności. Knight twierdził, że przedsiębiorstwa powstają, trwają i rozwijają się tylko dlatego, że przetwarzanie produktywnych zasobów odbywa się w warunkach niepewności niemożliwej do całkowitego wyeliminowania, lecz możliwej do kwantyfikacji za pomocą różnorodnych narzędzi zarządzania ryzykiem, w tym matematyki ubezpieczeniowej. Istotą przedsiębiorstwa jest u Knight’a taka organizacja przetwarzania produktywnych zasobów, w której dostawcy tych zasobów, w tym pracownicy świadczący pracę, otrzymują stałe wynagrodzenie nie objęte niepewnością – zwane wynagrodzeniem kontraktowym – zaś kadra zarządzająca (czasami jest nią tylko pojedynczy przedsiębiorca) otrzymuje wynagrodzenie, którego dodatkowym lub jedynym składnikiem, poza wynagrodzeniem kontraktowym, jest wiązka korzyści ekonomicznych z tytułu akuratannej antycypacji przyszłych zdarzeń, czyli premia za ryzyko.

Teoria Knight’a stała się, jak się wydaje, przyczynkiem do opisywania przedsiębiorstwa nie jako tworzywa homeostatycznego i dążącego do równowagi, lecz jako organizacji zarządzającej ryzykiem. Było to już podejście o wiele lepiej dopasowane do sposobów funkcjonowania współczesnych korporacji niż teoria Marshalla. Dopiero jednak w następnej dekadzie nauki ekonomiczne zmierzyły się ze zjawiskiem będącym znakiem rozpoznawczym korporacji, tj. z ich zdolnością do szybkiego i wydawałoby się nieograniczonego niczym wzrostu. W 1934 roku Nicolas Kaldor (Kal-

⁸³ G.M. Hodgson, *The Essence of Institutional Economics*, „Journal of Economic Issues” 2000 (June), Vol. XXXIV, No. 2, s. 317–329.

⁸⁴ G.M. Hodgson, *Institutional Economics, the Individual Actor and Institutional Change*, for the Alexander von Humboldt lecture at the University of Nijmegen, December the 5th, 2006.

⁸⁵ R.H. Coase, *The Nature of the Firm*, „Economica” 1937 (November), s. 386–405.

⁸⁶ F.H. Knight, *Risk, Uncertainty and Profit...*

dor 1934a⁸⁷, 1934b⁸⁸) opublikował dwa krytyczne teksty, w których wykazywał, iż korporacje są przede wszystkim strukturami koordynacyjnymi, a nie produkcyjnymi w ścisłym tego słowa znaczeniu, zaś ich funkcjonowanie kompletnie odbiega od paradygmatu działania dawnej firmy prywatnej. Fundamentalne pytania zadał jednak w tej dziedzinie R.H. Coase (1937 op. cit.): jeżeli korporacje potrafią rosnąć w szybkim tempie i tworzyć efektywne organizacje, to dlaczego cała działalność gospodarcza świata nie jest skupiona w jednej wielkiej korporacji i można obserwować tak wielką różnorodność korporacji? Coase określił przedsiębiorstwo jako system zależności i wzajemnych powiązań, który powstaje wtedy, kiedy zarządzanie czynnikami produkcji zależy od przedsiębiorcy, pojętego jako osoba kierująca organizacją. Ów system zależności zmierza do zorganizowania określonej wiązki transakcji na zasadach innych niż kontraktowanie rynkowe według mechanizmu cenowego postulowanego przez Alfreda Marshalla. System ten powstaje i jest w stanie przetrwać wtedy, kiedy owa wiązka transakcji zorganizowana jest przy kosztach niższych, niż pociągałoby za sobą kontraktowanie rynkowe. Koszty owe Coase raz określa jako koszty transakcyjne, a innym razem jako koszty marketingu⁸⁹. Coase twierdził, że istotną cechą przedsiębiorstw, a przede wszystkim całych branż, jest pewna krytyczna wielkość przedsiębiorstwa, pojmowana jako liczba i łączna wartość organizowanych transakcji, po przekroczeniu której każda kolejna transakcja organizowana jest po kosztach wyższych, niż pociągnęłoby za sobą kontraktowanie rynkowe.

Teoria Coase'a pozwalała wyjaśnić proces rozwoju korporacji jako pewien rodzaj ciągłego eksperymentowania kadry kierowniczej z optymalnymi rozmiarami biznesu. Pojęcie eksperymentu jest tu tym ważniejsze, iż odsyła do jednego z najbardziej fundamentalnych pojęć nauk ekonomicznych – racjonalności decyzyjnej. Szybka ekspansja korporacji, ich spektakularny wzrost i często równie spektakularny upadek nasuwają spostrzeżenie, że wiele decyzji kierowniczych w tych organizacjach podejmowanych jest przy racjonalności ograniczonej, a więc przy niepełnej informacji. Wątek ten podjęty dwie ważne teorie ekonomiczne, starające się wyjaśnić powstawanie i szybki wzrost przedsiębiorstw do bardzo dużej skali działalności, przy niepełnej racjonalności decyzji kierowniczych: teoria Penrose oraz teoria kosztów transakcyjnych.

Dla Edith Penrose (1959⁹⁰) przedsiębiorstwo jest kombinacją dwóch elementów: organizacji oraz zbioru produktywnych zasobów. Organizacja tworzy system wykorzystania zasobów, z kolei zasoby są racją bytu organizacji. Zbiór zasobów będący w posiadaniu przedsiębiorstwa mają kilka ważnych cech. Po pierwsze, jest on zawsze kombinacją zasobów materialnych i niematerialnych, przy czym wśród tych

⁸⁷ N. Kaldor, *A Classifactory Note on the Determinateness of Static Equilibrium – 1934*, cyt. za: Kaldor (1960), s. 13–33.

⁸⁸ N. Kaldor, *The Equilibrium of the Firm – 1934*, cyt. za: Kaldor (1960), s. 34–35.

⁸⁹ Marketing pojmowany był wówczas odmiennie niż dzisiaj. Pojęcie to odnosiło się do całości działań związanych z zawieraniem transakcji na konkurencyjnym rynku; przykładowo, zawieranie umów i związane z tym koszty były dla Coase'a kosztami marketingu.

⁹⁰ E. Penrose, *The Theory of The Growth of The Firm*, Oxford University Press 1959.

ostatnich najistotniejszą rolę odgrywają zasoby ludzkie. Po drugie, w badaniu przedsiębiorstwa należy oddzielić pojęcie zasobów od pojęcia usług dawanych przez te zasoby. Technologia przedsiębiorstwa opiera się nie tyle na zasobach jako takich, ile na usługach dawanych przez nie. Ten sam zbiór zasobów może dawać różne usługi i być podstawą funkcjonowania różnych technologii. To, jakie usługi daje określony zbiór zasobów w przedsiębiorstwie zależy od funkcjonowania organizacji. Po trzecie sama organizacja, w szczególności decyzje podejmowane przez kadrę kierowniczą, to też swego rodzaju wiązka usług dawanych przez pewną wiązkę zasobów ludzkich. Po czwarte, zbiór zasobów każdego przedsiębiorstwa jest niedoskonale podzielny i niedoskonale przenoszalny w przestrzeni. Penrose ujmuje to następująco: „w większości przypadków zasoby są dostępne jedynie w ilościach z góry określonych, co oznacza że trzeba nabyć całą wiązkę zasobów nawet, jeżeli chce się z niej uzyskać tylko jedną usługę” (Penrose, 1959). Organizacja przedsiębiorstwa była dla Penrose organizacją z założenia niedoskonale racjonalną, niezdolną do wykorzystania wszystkich pojawiających się możliwości.

Prace Edith Penrose, razem z socjologiczną analizą przedsiębiorstwa autorstwa Philipa Selznika (Selznik 1957⁹¹) dały początek tzw. teorii kluczowych zasobów (ang. RBV – Resource Based View). Teoria ta, bazując na socjologicznej wizji firmy jako organizacji, klasycznym ricardiańskim pojęciu przewagi komparatywnej oraz na teorii Edith Penrose, rozwinęła wizję przedsiębiorstwa jako unikalnej kombinacji produkcyjnych zasobów (Foss 1998⁹²). W teorii tej widać również dalekie odniesienia do koncepcji Hayek’a w zakresie roli, jaką w prowadzeniu biznesu odgrywa niesformalizowana wiedza i umiejętności ludzi. Teoria kluczowych docenia rolę zasobów miękkich – kapitału ludzkiego, wizerunku czy relacji z klientami – jako najistotniejszych dla organizacji.

Wizja przedsiębiorstwa jako wiązki zasobów połączonej z organizacją, przy założeniu niedoskonałej podzielności i przenoszalności zasobów oraz ograniczonej racjonalności organizacji, została podjęta przez m.in. Chandlera (1962⁹³; 1977⁹⁴) czy Williamsona (1975⁹⁵, 1985⁹⁶, 1991⁹⁷), którzy łącząc te elementy z zastosowanym po raz pierwszy przez Coase’a pojęciem kosztów transakcyjnych stworzyli teorię przedsiębiorstwa o tej właśnie nazwie. Według nich sednem funkcjonowania przedsię-

⁹¹ P. Selznik, *Leadership in Administration*, New York 1957; reprint: University of California Press, 1984.

⁹² *Resources, Firms, and Strategies. A Reader in the Resource-Based Perspective*, red. N.J. Foss, Oxford University Press, 1998.

⁹³ A.D. Chandler, *Strategy and Structure: Chapters in the History of the Industrial Enterprise*, Cambridge 1962, s. 1–51.

⁹⁴ A.D. Chandler Jr., *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business*, Cambridge 1977.

⁹⁵ O.E. Williamson, *Markets and Hierarchies*, New York 1975.

⁹⁶ O.E. Williamson, *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*, New York 1985.

⁹⁷ O.E. Williamson, *Strategizing, Economizing and Economic Organization*, „Strategic Management Journal” 1991, No. 12, s. 75–94.

biorstwa nie jest organizacja pracy, lecz transformacja kapitału – będącego zasobem niespecyficznym – w zasoby specyficzne dla określonego typu działalności gospodarczej. Zasoby specyficzne mają istotną cechę – ich koszt alternatywny (pojmowany tutaj jako wartość likwidacyjna) jest zawsze niższy od kosztu ich wytworzenia oraz od wiązki korzyści ekonomicznych, jakie może przynieść ich eksploatacja⁹⁸. Zasoby (aktywa) każdego przedsiębiorstwa to przede wszystkim zasoby specyficzne. W związku z tym każda firma ma niedoskonałą zdolność adaptacji do otoczenia, gdyż nie może całości swych zasobów natychmiastowo upłynnić, aby zająć się inną działalnością. Poza tym wszyscy uczestnicy rynku mają niedoskonałą wiedzę na jego temat, z czego wynika ograniczona racjonalność decyzyjna. Część uczestników rynku przejawia tzw. zachowania oportunistyczne, czyli skłonność do nieuczciwego zagarniania renty ekonomicznej wynikającej z realizacji kontraktów. Te trzy czynniki – specyficzność zasobów, ograniczona racjonalność oraz zachowania oportunistyczne powodują, że kontrakty będące podstawą funkcjonowania rynków i przedsiębiorstw zawierają klauzule zabezpieczające. Faktyczna realizacja tych klauzul generuje tzw. koszty transakcyjne, które nie są ani kosztami wytwarzania ani kosztami racjonalnego zarządzania w ścisłym tego słowa znaczeniu.

W dużych przedsiębiorstwach występują wewnętrzne rynki kapitałowe, co Williamson określa jako tzw. organizację M. Jest to organizacja, w której rozmiary produkcji przekraczają pewien krytyczny poziom, możliwy do bezpośredniego zarządzania przez naczelne kierownictwo. W takiej sytuacji wewnątrz firmy spontanicznie wyodrębniają się podrzędne struktury organizacyjne skupione wokół różnych obszarów produkcji. Te podrzędne struktury organizacyjne konkurują między sobą, na zasadach zbliżonych do rynkowych, o kapitał rozdzielany przez naczelne kierownictwo. Jest to surogat rynku, mimo że w zasadzie w środku organizacji mamy do czynienia z kontraktowaniem rynkowym, a nie kontraktowaniem organizacyjnym.

Wizję przedsiębiorstwa jako swego rodzaju rynku wewnątrz organizacji rozwinęli również Alchian i Demsetz (1972⁹⁹). W ich teorii przedsiębiorstwo jest taką wyspecjalizowaną strukturą rynkową i jednocześnie surogatem rynku w zakresie organizowanych transakcji, gdzie w oparciu o zbieranie, obróbkę i sprzedaż informacji o czynnikach produkcji odbywa się zespołowa, zorganizowana produkcja dóbr na bazie wielu różnych czynników produkcji dostarczanych przez wielu różnych właścicieli czynników produkcji; jeden podmiot jest stroną we wszystkich indywidualnych kontraktach ze wszystkimi właścicielami czynników produkcji, podmiot ten ma prawo renegocjowania każdego takiego indywidualnego kontraktu niezależnie od pozostałych kontraktów oraz prawo zagarnięcia rezydualnej renty ekonomicznej¹⁰⁰ z produkcji, a prawa te może sprzedać innym podmiotom.

⁹⁸ Widać tu odwołanie do ricardiańskiego pojęcia przewagi komparatywnej.

⁹⁹ A.A. Alchian, H. Demsetz, *Production, Information Costs...*, s. 777–795.

¹⁰⁰ Pojęcie rezydualnej renty ekonomicznej jest dokonany przez autora niniejszej pracy tłumaczeniem angielskiego pojęcia „residual claims”, które dosłownie oznacza „rezydualne roszczenia” wobec strumienia korzyści ekonomicznych z funkcjonowania przedsiębiorstwa, pozostające po zaspokojeniu roszczeń kontraktowych takich, jak np. wynagrodzenia.

Teorie: Knight'a, Coase'a, Penrose, Alchiana i Demsetza oraz kosztów transakcyjnych pozwalają poprawnie wyjaśnić praktycznie wszystkie przesłanki i mechanizm podejmowania decyzji inwestycyjnych takich, jak omawiany wcześniej przypadek sprzedaży firmy Jaguar Land Rover przez Ford Motor Corporation korporacji Tata Motors. Transakcja ta została dokonana w warunkach ryzyka i niepewności odnośnie przyszłych efektów ekonomicznych, co jest normalne w funkcjonowaniu korporacji (teoria Knight'a). Sprzedano zbiór tytułów prawnych (akcji) dających prawną kontrolę nad całą firmą, a nie poszczególne składniki jej majątku, gdyż firma ta stanowi niedoskonale podzielny zbiór zasobów specyficznych niedoskonale przenoszalnych w przestrzeni (teoria kosztów transakcyjnych, teoria Penrose). Ryzyko związane z transakcją wiąże się z takimi czynnikami, jak:

- a) fakt, że korporacja Tata Motors nie musi być bardziej efektywna jako wewnętrzny rynek kapitałowy niż Ford Motor Corporation i nie wiadomo, czy będzie zdolna do bardziej efektywnego zarządzania firmą Jaguar Land Rover (teoria kosztów transakcyjnych, teoria Alchiana i Demsetza)
- b) zarówno dla Ford Motor Corporation, jak i dla Tata Motors kupno albo sprzedaż kolejnych przedsiębiorstw wiąże się z ciągłym eksperymentowaniem w dynamicznym otoczeniu, z optymalnym zasięgiem granic organizacji (teoria Coase'a). Eksperymentowanie to podporządkowane jest jednej centralnej zasadzie: jest bardzo prawdopodobne, że korporacja będąca właścicielem kontrolnego pakietu akcji Jaguar Land Rover będzie mogła zawierać z tą firmą kontrakty typu organizacyjnego (czyli zawierane wewnątrz pewnej zhierarchizowanej struktury organizacyjnej), które pozwolą uzyskać nadwyżkę ekonomiczną w stosunku do kontraktów czysto rynkowych, jakie z firmą Jaguar Land Rover może zawierać podmiot niezwiązany z nią kapitałowo.

Spróbujmy teraz podobną konstrukcję myślową zastosować do również sygnalizowanego wcześniej w niniejszym rozdziale przypadku polskiej firmy Bioton S.A. i jej szybkiej ekspansji. Tym razem mamy do czynienia z nieco inną sytuacją. Zamiast transferu kontrolnego pakietu akcji między korporacjami i niewątpliwego „zwijania żagli” przez jedną z nich, tj. przez Ford Motor Corporation, w przypadku Bioton S.A. widać szybką ekspansję (w amerykańskim stylu z przełomu XIX i XX wieku). Wracając znów do korzeni współczesnej mikroekonomii, zinterpretujmy tę ekspansję za pomocą klasycznej teorii Marshalla. Należałoby wtedy przyjąć, że ekspansja Bioton S.A. to przede wszystkim akumulacja kapitału i materialnych środków produkcji, bardziej niż poszerzanie instytucjonalnych granic organizacji. Bezpośrednim celem akumulacji jest zwiększanie skali produkcji, zaś uzasadnieniem dla zwiększania skali produkcji są tzw. korzyści skali, czyli spadek kosztu krańcowego w miarę wzrostu produkcji, przy niezmiennych kosztach stałych danego biznesu – czyli zgodnie z teorią Marshalla kupowanie i zakładanie kolejnych spółek córek przez Bioton S.A. to nic innego jak dążenie do zwiększania skali produkcji. Takie uzasadnienie ekspansji przez wykup albo zakładanie kolejnych spółek jest zresztą często podawane przez zarządy szybko rozwijających się korporacji i jest stosunkowo logiczne. Ma ono jednak pewne luki.

Po pierwsze, w teorii Marshalla, jeżeli przedsiębiorstwo nie jest doskonałym monopolistą, to jest cenobiorcą, tzn. ceny, po jakich sprzedaje swoje produkty są mu narzucone przez rynek jako chwilowe ceny równowagi między popytem a podażą. Siłą rzeczy ceny takie są nieprzewidywalne. Jeżeli kadra kierownicza korporacji nie jest w stanie przewidzieć przyszłych cen zbytu, to nie jest również w stanie przewidzieć, czy nawet obniżone dzięki korzyściom skali koszty całkowite pozwolą na zadowalające zyski. Zyski te muszą być na tyle duże, aby uzasadnić wcześniejszą inwestycję kupno albo założenie nowej spółki-córki w ramach korporacji. Wracamy zatem do problemu ograniczonej racjonalności i ryzyka (teoria Knight'a).

Po drugie, każda kolejna spółka ma swoje własne struktury zarządzania i swoje własne koszty stałe. Kupno albo zakładanie kolejnych spółek w procesie ekspansji Bioton S.A. to nie tylko powiększanie zasobu środków wytwórczych ściśle pojętych, ale także powiększanie organizacji, o kolejne działy sprzedaży, marketingu, zarządzania zasobami ludzkimi itp. (teoria Coase'a, teoria Penrose, teoria kosztów transakcyjnych).

Przy tych zastrzeżeniach warto jednak zauważyć, że w przypadku prostej ekspansji korporacyjnej, jak w Bioton S.A., klasyczna mikroekonomia oparta na teorii Marshalla spisuje się o wiele lepiej jako narzędzie wyjaśniające działanie korporacji, niż w przypadku sprzedaży firmy Jaguar Land Rover przez Ford Motor Corporation – czyli transferu zasobów między korporacjami i skurczenia się jednej organizacji (Ford Motor Corporation) na rzecz drugiej (Tata Motors). Ten właśnie aspekt działania korporacji jako dużej prywatnej organizacji jest najistotniejszy do wyjaśnienia, kiedy mowa o działalności korporacji. Chodzi o opisanie i stworzenie narzędzi prognozowania – nie tyle prostej ekspansji, kiedy korporacja po prostu rośnie, ile fluktuacji rozmiarów korporacji i transferu zasobów między korporacjami. Najwcześniejszą chyba pracą na ten temat jest *Teoria konkurencji monopolistycznej* Edwarda Hastinga Chamberlina (1933¹⁰¹). Chamberlin wskazywał, że korporacja jako forma prawno-organizacyjna przedsiębiorstwa stworzona jest w gruncie rzeczy do przedsięwzięć o bardzo dużej skali produkcji i to skali szybko rosnącej. Jednakowoż na rzeczywistym rynku osiągnięcie takiej sytuacji jest praktycznie niemożliwe, w kontekście ciągłych zmian technologicznych. Nawet monopol jest tylko monopolem chwilowym i naturalnym, z nieuniknioną migracją konsumentów w kierunku dóbr substytucyjnych, zaś w warunkach konkurencji następuje bądź to dążenie rynku do konkurencji doskonałej, z jej negatywnymi skutkami dla marży zysku, bądź to konieczna jest szybka i ciągła innowacyjność, gdzie wymiana produktów i technologii na nowe nie pozwala w pełni wykorzystać efektów skali.

Koncepcję Chamberlina podjął Nicolas Kaldor (np. 1935¹⁰²) wskazując, że w warunkach niedoskonałej konkurencji opisywanej przez Chamberlina firma działająca według paradygmatu korporacji – czyli ciągłego czerpania dużych ilości kapitału od rozproszonej populacji akcjonariuszy – jest nieuchronnie skazana na systematycznie

¹⁰¹ E.H. Chamberlin, *The Theory of Monopolistic Competition*, Cambridge 1933.

¹⁰² N. Kaldor, *Market Imperfection and Excess Capacity*, „Economica” 1935, No. 2, s. 33–50.

pojawiające się nadwyżki zdolności produkcyjnych. Im szybszy wzrost skali produkcji, tym częściej pojawiają się coraz większe nadwyżki. W efekcie prowadzi to do malejącej zdolności wykorzystania zasobów.

Dopóki korporacja po prostu się rozrasta i wzrost ten przynosi polepszenie wyników ekonomicznych, wszystkie działania składające się na ten wzrost można wyjaśnić za pomocą klasycznej koncepcji przedsiębiorstwa: „korporacja rośnie, gdyż dzięki działaniom A, B, C uzyskała efekty X, Y, Z”. Kiedy jednak ekspansja korporacji zostaje zahamowana, kiedy jej granice instytucjonalne zaczynają się zmieniać w sposób mniej przewidywalny, poszerzając się albo kurcząc, wtedy pojawia się refleksja, że korporacja być może nie jest racjonalnie działającym podmiotem, lecz raczej zbiorowiskiem podmiotów o niekoniecznie zgodnych interesach i dążeniach.

Relacje między różnymi podmiotami tworzącymi korporację pojmowaną jako wiązka kontraktów stały się podstawą stworzenia jednej z najważniejszych współczesnych teorii przedsiębiorstwa: teorii agencji. Jej początków można upatrywać w rozważaniach Berle’go i Means’a (1932¹⁰³) na temat zależności między prawem własności, a mechanizmami władzy w dużych korporacjach. W publikacji tej stawia się centralną tezę, że przedsiębiorstwo, szczególnie to funkcjonujące w postaci spółki kapitałowej jest powiernikiem swych właścicieli, a celem tego powiernika jest osiąganie jak najwyższych zysków dla właściciela kapitału. Określenia „teoria agencji” chyba pierwszy użył Ross (1973¹⁰⁴), bazując na wcześniejszych pracach Wilsona (1968¹⁰⁵) i Berholda (1971¹⁰⁶), zaś do postaci pełnej, ustrukturyzowanej teorii przedsiębiorstwa podnieśli ją Jensen i Meckling (1976¹⁰⁷). W teorii tej za model przedsiębiorstwa przyjęto korporację, czyli spółkę kapitałową, z wbudowanym w jej funkcjonowanie rozdziałem własności od zarządzania. Relacja między akcjonariuszami, a kadrą menedżerską spółki to tzw. stosunek agencji, w którym menedżerowie są powiernikami akcjonariuszy w zakresie zarządzania kapitałem. Modelowe ujęcie takiego kontraktu zakłada, że powiernik to „agent”, zaś akcjonariusz to „pryncypał”. W ramach przedsiębiorstwa każda zależność hierarchii lub współpracy może być rozpatrywana za pomocą takiego samego modelu. Każdy kontrakt agencyjny jest wykonywany tak długo, jak długo obie jego strony czerpią zadowalający dla nich zysk z agencji. Teoria agencji nie wgłębia się w zagadnienie produkcji, gromadzenia zasobów ani konkurencji między przedsiębiorstwami na ich rynkach zbytu. Skupia się wyłącznie na kontraktach łączących przedsiębiorstwo zorganizowane w formie spółki kapitałowej z rynkiem kapitałowym.

¹⁰³ A.A. Berle, G.C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, New York 1932.

¹⁰⁴ S.A. Ross, *The Economic Theory of Agency: The Principal’s Problems*, „American Economic Review” 1973 (May), Vol. LXII, s. 134–139.

¹⁰⁵ R. Wilson, *On the Theory of Syndicates*, „Econometrica” 1968 (January), Vol. 36, s. 119–132.

¹⁰⁶ M. Berhold, *A Theory of Linear Profit Sharing Incentives*, „Quarterly Journal of Economics” 1971 (August), Vol. LXXXV, s. 460–482.

¹⁰⁷ M.C. Jensen, W.H. Meckling, *Theory of the Firm...*, s. 305–360.

Jensen i Meckling wyjaśnili i sformalizowali szereg spostrzeżeń na temat funkcjonowania spółek kapitałowych. Stwierdzili, że każda firma ma mieszaną strukturę finansową, łączącą kapitał własny dostarczony przez akcjonariuszy z kapitałem dłużnym, pozyskiwanym w drodze kredytu albo emisji papierów dłużnych na rynku kapitałowym. Na skutek obecności kapitału dłużnego kadra kierownicza firmy będzie systematycznie preferować taką strukturę działalności gospodarczej, która minimalizuje ryzyko dla wierzycieli i która jednocześnie jest nieoptymalna ze względu na wartość firmy dla akcjonariuszy. Maksymalna wartość firmy dla akcjonariuszy mogłaby być osiągnięta tylko w sytuacji braku ograniczeń ze strony wierzycieli, lecz wtedy ryzyko związane z taką działalnością byłoby zbyt duże, aby można liczyć na przewidywalny zysk z agencji.

Teoria agencji jako na wskroś opisowa: konstatowała pewne zjawiska i zależności, nie sugerując jednocześnie, że wzorzec najbardziej do niej dopasowany jest optymalny. Jednakowoż stała się ona podstawą wielu badań o wydźwięku stosunkowo krytycznym wobec działalności korporacji i obowiązującego ładu korporacyjnego. W latach 80. XX wieku pojawił się szereg publikacji krytykujących nieracjonalną, zdaniem autorów, ekonomikę wielkich korporacji. Kevin J. Murphy (1985¹⁰⁸) wskazał, że faktyczna wysokość wynagrodzeń osiąganych przez menedżerów wielkich korporacji opiera się nie tyle na wartości dla akcjonariuszy, co na skali działalności. Stąd nieracjonalne fuzje i przejęcia zmierzające do skokowego zwiększania tejże skali. Bennett Stewart i David Glassman (1988¹⁰⁹) wskazali, że fuzje i przejęcia są w większości finansowane kredytem, a łatwa dostępność tego kredytu prowadzi do działań nieracjonalnych i niekorzystnych dla akcjonariuszy. Autorzy ci pisali: „Kapitał akcyjny jest miękki, kapitał dłużny jest twardy. Kapitał akcyjny wybacza, kapitał dłużny nalega. Kapitał akcyjny to poduszka, kapitał dłużny to miecz. Jeżeli miecz jest tępy, można spokojnie spać na poduszce”¹¹⁰. W 1989 roku jeden z twórców teorii agencji, Michael C. Jensen opublikował artykuł pod tytułem *Zmierzch korporacji* (1989¹¹¹). Artykuł ten był komentarzem do skonstatowanej przez niego fali masowych przejęć korporacji w drodze tzw. finansowanego długiem wykupu menedżerskiego (ang. *LBO – Leveraged Management Buyout*). Trzydzieści lat wcześniej on i William H. Meckling pisali „Rosnąca skala zastosowania korporacyjnej formy przedsiębiorstwa oraz wzrost wartości rynkowej wskazują, że przynajmniej jak dotąd pożyczkodawcy i inwestorzy nie są zawiedzeni efektami, mimo kosztów agencji, jakie pociąga za sobą forma korporacji. [...] Mimo wszystkich swoich wad, korporacja przetrwała więc test rynkowy

¹⁰⁸ K.J. Murphy, *Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis*, „Journal of Accounting and Economics” 1985 (April), No. 7, s. 11–42.

¹⁰⁹ G.B. Stewart, D.M. Glassman, *The Motives and Methods of Corporate Restructuring: Part II*, „Journal of Applied Corporate Finance” 1988 (Summer).

¹¹⁰ Tłumaczenie – autor pracy.

¹¹¹ M.C. Jensen, *Eclipse of Public Corporation*, „Harvard Business Review”, September–October 1989 (Revised 1997).

w rywalizacji z alternatywnymi formami biznesu”¹¹². W 1989 roku Michael C. Jensen był już o wiele bardziej pesymistycznie nastawiony. Jego zdaniem zawarty w instytucji korporacji rozdział własności od zarządzania prowadzi na dłuższą metę do utraty wartości przedsiębiorstw. Stwierdzał on m.in.: „Siły powodujące zmierzch korporacji są zróżnicowane w zależności od branży. Jej zmierzch jest jednakowoż rzeczywisty i trwały [...]. Obecne trendy nie implikują braku przyszłości dla korporacji. Tradycyjny dwudziestowieczny model ładu korporacyjnego, z rozproszonym na giełdzie akcjonariatem, zawodowymi menedżerami bez istotnych pakietów akcji, radą nadzorczą zdominowaną przez dyrektorów zewnętrznych wyznaczanych przez menedżerów, pozostaje dobrym rozwiązaniem w niektórych obszarach gospodarki, szczególnie w przypadku firm zdolnych do szybkiego wzrostu, gdzie kolejne inwestycje mogą znacząco zwiększyć generowany strumień gotówki. Takie firmy można znaleźć w branżach: komputerowej i elektronicznej, biotechnologicznej, farmaceutycznej i usług finansowych. Firmy mogące wybierać między wieloma opłacalnymi przedsięwzięciami raczej nie będą systematycznie inwestowały w projekty nieopłacalne gdyż muszą systematycznie korzystać z rynku kapitałowego dla pozyskania kapitału inwestycyjnego. Korporacja nie jest jednak odpowiednią formą biznesu w branżach o powolnym długoterminowym wzroście, gdzie generowany wewnętrznie strumień gotówki przewyższa to, co można by zarobić na zainwestowaniu go w nowe przedsięwzięcia albo gdzie zmniejszanie skali działalności jest najbardziej efektywną długoterminową strategią”¹¹³.

1.4. Podsumowanie – przesłanki instytucjonalnego ujęcia działalności korporacji

Rozważania przedstawione w niniejszym rozdziale są wstępem do określenia przesłanek i tematu niniejszej książki. Dlaczego instytucjonalne ujęcie działalności korporacji i dlaczego odniesienie do kontekstu w postaci rynku kapitałowego? Przede wszystkim dlatego, że ujęcie klasyczne nie wystarczy. Korporacje nie są indywidualnymi posiadaczami środków produkcji, podejmującymi racjonalne decyzje. Korporacje to także wielkie organizacje, których wewnętrzna dynamika obejmuje złożone procesy kolektywnego podejmowania decyzji, moderację konfliktów wewnętrznych i przekaz międzypokoleniowy. Organizacje te mają także swoją dynamikę w relacjach ze światem zewnętrznym. Powiązania z rynkiem kapitałowym wydają się być tutaj najistotniejsze.

Rozwój działalności gospodarczej w formie korporacji był jednym z najważniejszych procesów przemian społeczno-gospodarczych w światowej gospodarce. Korporacja okazała się formą prawną idealną do prowadzenia działalności typowej dla

¹¹² M.C. Jensen, W.H. Meckling, *Theory of the Firm...*, s. 305–360, tłumaczenie autor pracy.

¹¹³ M.C. Jensen, *Eclipse of Public Corporation...*, tłumaczenie autor pracy.

czasów pierwszej rewolucji przemysłowej, kiedy szybka ekspansja przestrzenna przedsiębiorstwa wiązała się z równie szybką ekspansją technologiczną¹¹⁴. Pozwalała ona na rozłożenie ryzyka związanego z ambitnymi przedsięwzięciami, tworząc złożoną strukturę podziału ryzyka tak, że każdy z uczestników przedsięwzięcia ryzykował tylko w takim zakresie, w jakim sam z góry określił. Te jej cechy doprowadziły do zdominowania przedsiębiorczości w Europie i USA przez tą właśnie formę przedsiębiorstwa (Knight 1921¹¹⁵; Schumpeter 1911¹¹⁶, 1939¹¹⁷). Dominacja ta wywoływała szersze zmiany ekonomiczne i społeczne, a także zmiany w różnych dyscyplinach nauk społecznych. To właśnie instytucja korporacji¹¹⁸ umożliwiła wielkie zmiany technologiczne z przełomu XIX i XX wieku, a tym samym umożliwiła położenie fundamentów pod to, co dzisiaj określa się mianem społeczeństwa konsumpcyjnego. W ramach tej instytucji wykształcił się mechanizm szybkich, dużych inwestycji w środki produkcji oraz infrastrukturę, co dało podstawy długofalowego wzrostu gospodarczego (Weidenbaum, Jensen 1991¹¹⁹). Bez tego mechanizmu inwestycyjnego większość dzisiejszej myśli makroekonomicznej, koncentrującej się na zagadnieniu wpływu inwestycji i oszczędności na wzrost gospodarczy, byłoby bezprzedmiotowe. Wiedzieli o tym pierwsi budowniczy kolei żelaznej; dzisiaj znajduje odzwierciedlenie w wynikach badań dotyczących wpływu różnych form prowadzenia biznesu na rozwój gospodarczy (np. Friar, Meyer 2003¹²⁰; Garnsey, Stam, Heffernan, Hugo 2003¹²¹). Z kwestią tą wiąże się kolejna, w postaci rozwoju technologicznego. To właśnie akumulacja i alokacja kapitału przez korporacje jest na tyle szybka, aby umożliwić tak szybkie zmiany

¹¹⁴ Pojęcie ekspansji stosowane jest tutaj w intuicyjnym znaczeniu i oznacza ono proces poszerzania zakresu pewnej działalności w sposób stosunkowo szybki, znacząco szybszy od powolnego, organicznego wzrostu. Ekspansja przestrzenna oznacza tu zwiększanie skali produkcji oraz przede wszystkim zwiększanie geograficznego zasięgu transakcji. Ekspansja technologiczna oznacza szybkie wdrażanie nowych technologii i na ich bazie szybkie zwiększanie skali produkcji.

¹¹⁵ F.H. Knight, *Risk, Uncertainty and Profit...*

¹¹⁶ J.A. Schumpeter, *The Theory of Economic Development*, Oxford University Press, 1911.

¹¹⁷ J.A. Schumpeter, *Business Cycles. A Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process*, New York–Toronto–London 1939, s. 461. Abridged, with an introduction, by Rendigs Fels.

¹¹⁸ Przez instytucję korporacji rozumie się wiązkę kontraktów umożliwiających prowadzenie działalności gospodarczej w postaci spółki akcyjnej notowanej na giełdzie papierów wartościowych.

¹¹⁹ M.L. Weidenbaum, M.C. Jensen, *Introduction*, [w:] A.A. Berle, G.C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, 2nd edition, Transaction Books, 1991.

¹²⁰ J.H. Friar, M.H. Meyer, *Entrepreneurship and Start-Ups in the Boston Region: Factors differentiating High-Growth Ventures from Micro-ventures*, „Small Business Economics” 2003, Vol. 21, Issue 2, s. 145–152.

¹²¹ E. Garnsey, E. Stam, P. Heffernan, O. Hugo, *New Firm Growth: Exploring Processes and Paths*, Erasmus Research Institute of Management, Report Series Research in Management, reference number ERS-2003-096-ORG, Publication 2003.

technologiczne w gospodarce, jakie dzisiaj zwykliśmy uważać za normalne (Solow 1956¹²²; Phelps 1964¹²³; Baumol 2004¹²⁴; Åstebro 2003¹²⁵).

Akumulacja kapitału i rozwój technologiczny nie byłyby możliwe, gdyby w korporacjach nie wykształcił się nowy typ struktury społecznej: duża hierarchiczna organizacja oparta na wiązce prywatnych kontraktów, podobna nieco do starożytnego rzymskiego legionu¹²⁶. Organizacja ta jest odmienna od małej prywatnej firmy. Posiada możliwość prawie nieograniczonego wzrostu (Penrose 1959¹²⁷; Selznik 1957¹²⁸; Chandler 1962¹²⁹; Galbraith 1973¹³⁰; Kaysen 1996¹³¹). Tworzy strukturę na tyle stabilną, że umożliwia międzypokoleniowy przekaz wiedzy i doświadczenia na temat określonego obszaru działalności gospodarczej (Selznik 1957¹³²; Nelson, Phelps 1966¹³³; Clark, Chandler, Barry 1994¹³⁴), jak również międzypokoleniowy przekaz środków produkcji (Solow 1956¹³⁵; Phelps 1964¹³⁶). Połączenie w jednej organizacji tych dwóch ścieżek transferu międzypokoleniowego spowodowało, że korporacje są dzisiaj prawie tak samo istotnym ogniwem w rozwoju nauki, jak uniwersytety. Ciągłość zachodzących w nich procesów innowacyjnych ma bardzo duże znaczenie dla rozwoju technologicznego całej globalnej gospodarki (Grossman, Helpman 1993¹³⁷).

¹²² R.M. Solow, *A Contribution to the Theory of Economic Growth*, „The Quarterly Journal of Economics”, Feb. 1956, Vol. 70, No. 1, s. 65–94.

¹²³ E.S. Phelps, *Models of Technical Progress and the Golden Rule of Research*, „Cowles Foundation for Research in Economics at Yale University, Discussion Paper” No. 176, October the 16th, 1964.

¹²⁴ W.J. Baumol, *Education for Innovation: Entrepreneurial Breakthroughs vs. Corporate Incremental Improvements*, „NBER Working Papers” 2004, No. 10578.

¹²⁵ T. Åstebro, *The Return to Independent Invention: Evidence of Unrealistic Optimism, Risk Seeking or Skewness Loving?*, „Economic Journal” 2003, No. 113(484), s. 226–239.

¹²⁶ Rzymski legion był formacją wojskową o charakterze prywatnym, opartą o prywatne (dziś powiedziałibyśmy „cywilnoprawne”) kontrakty między osobą tworzącą legion (czyli jego właścicielem), a poszczególnymi żołnierzami. Cała pragmatyka żołnierza legionu była oparta na indywidualnym, prywatnym kontrakcie.

¹²⁷ E. Penrose, *The Theory of The Growth of The Firm...*

¹²⁸ P. Selznik, *Leadership in Administration...*

¹²⁹ A.D. Chandler, *Strategy and Structure: Chapters in the History of the American Industrial Enterprise*, Beard Books, Incorporated, Pub. Date: January 1962.

¹³⁰ J.K. Galbraith, *Economics and the Public Purpose*, Boston 1973.

¹³¹ *The American Corporation Today*, red. C. Kaysen, Oxford University Press, 1996.

¹³² P. Selznik, *Leadership in Administration...*

¹³³ R.R. Nelson, E.S. Phelps, *Investment in Humans, Technological Diffusion, and Economic Growth*, „Cowles Foundation Paper” 236, reprinted from „American Economic Review” 1966, No. 56(2), s. 69–75.

¹³⁴ *Organisation and Identities: Text and Readings in Organisational Behaviour*, red. H. Clark, J. Chandler, J. Barry, Barnes & Noble, 1994.

¹³⁵ R.M. Solow, *A Contribution to the Theory...*, s. 65–94.

¹³⁶ E.S. Phelps, *Models of Technical Progress...*

¹³⁷ G.M. Grossman, E. Helpman, *Innovation and Growth in the Global Economy*, Cambridge 1993 (4th edition).

Taki przekaz międzypokoleniowy nie jest oczywisty w małych, prywatnych przedsiębiorstwach (Fairlie, Robb 2004¹³⁸). Nawiasem mówiąc, organiczny wzrost małego prywatnego przedsiębiorstwa rzadko kiedy prowadzi do przekształcenia go w korporację – zmiana taka jest jakościowym skokiem, a nie czysto ilościowym wzrostem (Uhlener, Thurik 2003¹³⁹; Gyntelberg, Kyhl 1999¹⁴⁰; Kor, Mahoney 2000¹⁴¹; Garnsey, Stam, Heffernan, Hugo 2003¹⁴²).

Korporacja jest bardzo dużym pracodawcą, który może zaoferować – zwłaszcza osobom wysoko wykształconym – zatrudnienie bardziej stabilne i bardziej dochodowe, niż prowadzenie przez nie własnej działalności gospodarczej (Hamilton 2000¹⁴³; Poutvaara, Tuomala 2004¹⁴⁴; OECD 1992¹⁴⁵). Jednocześnie korporacja wykorzystuje siłę przetargową wynikającą z dużej skali działalności. Gardiner C. Means twierdził, że połączenie tych dwóch elementów: tworzenie dużej liczby miejsc pracy oraz dążenie do maksymalnej siły przetargowej stworzyło w światowej gospodarce nowy rodzaj zależności między cenami (a więc także inflacją) a bezrobociem (Means 1967¹⁴⁶; US Senate Antitrust and Monopoly Subcommittee 1959¹⁴⁷). Warunkiem zdolności dużych korporacji do utrzymywania odpowiednio dużej liczby miejsc pracy stało się praktykowanie przez nie odpowiednio wysokich cen, wyższych niż by to wynikało z równowagi popytowo-podażowej. Means twierdził, że wysoka inflacja w gospodarce amerykańskiej w latach 1953–1958 była skutkiem stosowania przez duże korpora-

¹³⁸ R.W. Fairlie, A. Robb, *Families, Human Capital, and Small Business: Evidence from the Characteristics of Business Owners Survey*, „Yale School of Management Working Papers” 2004-07-28.

¹³⁹ L.M. Uhlener, R. Thurik, *Human Resource Management With Small Firms; Facts And Explanations*, No ERS/ERS-2003-015-STR, „Research Paper from Erasmus Research Institute of Management” (ERIM), RSM Erasmus University.

¹⁴⁰ J. Gyntelberg, S. Kyhl, *Ownership Structure as a Signal of Managerial Ability*. No 99–17, Discussion Papers from University of Copenhagen. Department of Economics (formerly Institute of Economics), 1999-07

¹⁴¹ Y.Y. Kor, J.T. Mahoney, *Penrose’s Resource-Based Approach: The Process and Product of Research Activity*, „Journal of Management Studies” 2000, No. 37(1), s. 109–139.

¹⁴² E. Garnsey, E. Stam, P. Heffernan, O. Hugo, *New Firm Growth...*

¹⁴³ B.H. Hamilton, *Does Entrepreneurship Pay? An Empirical Analysis of Returns to Self-Employment*, „Journal of Political Economy” 2000, No. 108(3), s. 604–632.

¹⁴⁴ P. Poutvaara, J. Tuomala, *What Is Left to Residual Claimants? The Empirics of Income Reported by Entrepreneurs and Workers*, „IZA Working Paper” 2004, No. 1178.

¹⁴⁵ OECD, *OECD Employment Outlook, Ch. 4: Recent Trends in Self-Employment*, Paris 1992.

¹⁴⁶ G.C. Means, *Implications of the Corporate Revolution in Economic Theory – December 1967*, [w:] A.A. Berle, G.C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, 2nd edition..., s. XLI–I.

¹⁴⁷ Jak wynika z cytowanego artykułu G.C. Meansa, zeznawał on w roku 1959, jako ekspert przed senacką podkomisją antymonopolową (US Senate Antitrust and Monopoly Subcommittee) odnośnie praktyk cenowych dużych korporacji oraz ich związku z galopującą inflacją, jaka miała miejsce w latach 50. XX w. w gospodarce amerykańskiej.

cje takich właśnie cen, które określał on jako „ceny narzucone”¹⁴⁸, gdyż równowaga popytowo-podażowa na rynku dóbr w tym okresie praktycznie się nie zmieniła¹⁴⁹.

Działalność korporacji odgrywa dużą i wciąż rosnącą rolę w szerszych procesach rozwoju gospodarczego. Rozwój i przemiany instytucji korporacji wydają się być ściśle związane z rozwojem światowej gospodarki i z rozwojem społeczeństwa konsumpcyjnego. Postęp naukowo-techniczny, zmiany stylu życia i rozwój społeczeństwa konsumpcyjnego, rozwój rynków finansowych – wszystkie te elementy szeroko pojętego rozwoju społecznego są związane z funkcjonowaniem wielkich korporacji. Jednocześnie w badaniu działalności korporacji należy uwzględnić zdumiewającą wręcz ciągłość instytucjonalną wielu z największych dzisiaj korporacji, w tym ich zdolność przetrwania dwóch wojen światowych. Działalność korporacji należy badać w kategoriach ciągłości: najważniejsze działania to te, które zapewniają taką właśnie zdolność długookresowego przetrwania.

¹⁴⁸ Określenie „ceny narzucone” jest własnym tłumaczeniem autora zwrotu używanego przez G.C. Meansa: „administered prices”. Nie oznacza on bynajmniej cen urzędowych, lecz ceny stosowane przez dużej korporacje w oparciu o ich quasimonopolistyczną pozycję rynkową. Interpretacja tego pojęcia w kontekście całego cytowanego tekstu Meansa pozwala zakładać, że uważał on „ceny narzucone” (ang. administered prices) za ceny monopolistyczne, tj. przerzucające na nabywcę każdą zwykłą kosztów produkcji.

¹⁴⁹ Means wyciągał wnioski z sytuacji panującej w gospodarce amerykańskiej w latach 50., kiedy procesy koncentracji kapitału w dużych korporacjach wydawały się jednokierunkowe i nieodwracalne. Means nie brał pod uwagę zjawisk, które zaczęły zachodzić dopiero później, jak np. masowe restrukturyzacje dużych korporacji w latach 60. XX w. czy dynamiczny rozwój sektora usług w oparciu o małe, prywatne przedsiębiorstwa.

Rozdział 2

Wewnętrzna dynamika korporacji i jej relacje z rynkiem kapitałowym

Działalność korporacji to wypadkowa interesów i dążeń wielu podmiotów, które na korporację się składają i które są wzajemnie powiązane niedoskonałymi kontraktami. Chcąc przewidzieć przyszłe działania korporacji należy w pierwszym rzędzie opisać i zbadać ów splot interesów i kontraktów wewnątrz korporacji. Obszar ten określa się mianem **ładu korporacyjnego**. Istotnym czynnikiem kształtującym ład korporacyjny jest **funkcjonowanie rynku kapitałowego**, np. w wyniku wykorzystania możliwości, jakie daje spekulacyjny zysk z obrotu papierami wartościowymi emitowanymi przez korporacje, czy możliwość kupowania jednych przedsiębiorstw przez drugie (poprzez kupno ich akcji).

Nowoczesna korporacja opiera się mniej na modelu angielskim, wykształconym w okresie od XVI do XVIII wieku, a raczej na modelu amerykańskim, który rozwinął się na przełomie XIX i XX wieku. W modelu angielskim kapitał był akumulowany stosunkowo powoli w ręku tego, kto potrafił zapewnić stabilny długookresowy strumień zysków, natomiast w modelu amerykańskim istnieje zależność przyczynowa i funkcjonalna między szybką zmianą technologiczną i wzrostem efektywności ekonomicznej procesów wytwórczych, a akumulacją kapitału i zmianą własności środków produkcji. Akumulacja kapitału następuje tu wokół struktur finansowych zdolnych szybko skupić w jednej strukturze prawno-organizacyjnej stosunkowo duże moce produkcyjne.

2.1. Konflikty interesów i procesy decyzyjne korporacji

Funkcjonowanie współczesnej korporacji to zarządzanie wielką liczbą różnego rodzaju kontraktów, wzajemnie powiązanych prawnie i funkcjonalnie. Korporacja jest dużą strukturą społeczną opartą na swoistym ładzie kontraktowym. Każdy kontrakt ma takie podstawowe cechy, jak: a) strony, czyli podmioty zawierające go b) cele, do jakich strony dążą zawierając kontrakt (intencja kontraktu) c) zobowiązania stron ujęte w kontrakcie d) czas trwania kontraktu oraz e) sposób (procedura) rozwiązania kontraktu. Korporacyjny ład kontraktowy to wielość podmiotów, których interesy oraz

intencje są częściowo zbieżne, częściowo jednak sprzeczne i są uregulowane kontraktami o różnej treści, różnym czasie trwania i różnych procedurach rozwiązania. Materialnym odzwierciedleniem tego ładu jest duża, ekspansywna organizacja, której granice mogą się stosunkowo szybko przesuwac w efekcie decyzji kierowniczych podejmowanych w warunkach ryzyka i odnoszących się do zarządzania określonym zbiorem specyficznych zasobów, niedoskonale podzielnych i niedoskonale przenoszalnych w przestrzeni. Organizacja ta – a w ślad za nią regulujący ją ład kontraktowy – czerpią sens swego istnienia z renty ekonomicznej możliwej do uzyskania w efekcie eksploatacji owych zasobów. Podstawowe grupy interesu (tzw. interesariusze) w korporacji to: akcjonariusze, wierzyciele, pracownicy (a wśród nich, jako specyficzna grupa, najwyższa kadra kierownicza), dostawcy oraz klienci i wreszcie instytucje publiczne oraz organizacje pozarządowe. Szczególnie ważną rolę w korporacji odgrywa spłot interesów trzech grup: akcjonariuszy, wierzycieli i kadry menedżerskiej. Interesy te koncentrują się wokół podziału strumienia korzyści wytwarzanego przez korporację, zaś możliwe konflikty interesów polegają na tym, że jedne podmioty mogą dążyć do zagarnięcia niesprawiedliwie wysokiej części owych korzyści, kosztem innych podmiotów.

Przeanalizujmy mechanizm powstawania konfliktów interesów, na przykładzie nagłośnionego swego czasu w mediach¹ konfliktu między akcjonariuszami, wierzycielami i zarządem francuskiej grupy Belvedere, będącej m.in. właścicielem polskiej spółki Sobieski Polska, która z kolei jest właścicielem marki wódki „Sobieski”. Zgodnie z francuską nomenklaturą prawną „Belvedere” jest spółką akcyjną posiadającą zarząd (fr. *Societe anonyme à Conseil d’Administration*, więcej na stronie: www.belvedere.fr). 6 czerwca 2009 roku w „Dzienniku” ukazał się tekst pt. *Sobieski: upadłość czy wrogie przejęcie?*, który informował, iż warszawski sąd rejonowy ma w tym samym dniu, tj. 6 czerwca 2009, rozpatrzyć wniosek Bank of New York Mellon o upadłość polskich spółek grupy Belvedere. Według cytowanej w artykule wypowiedzi menedżera PR Grupy Sobieski celem wniosku nie jest próba ochrony wierzycieli, ale wrogie przejęcie przez konkurenta, czyli Oaktree Capital Management, właściciela Polmosu Lublin. Źródłem problemów spółki miały być obligacje wyemitowane przez Belvedere w 2006 roku. Kiedy spółka przejmowała m.in. Marie Bizard, za udziały w nowych spółkach płaciła nie tylko gotówką, ale i własnymi akcjami z opcją call, łamiąc przy tym jeden z formalnych warunków umowy obligacji. Cytowanym tu doniesieniom prasowym towarzyszyła seria komunikatów ogłaszanych przez samą spółkę Belvedere. Na podstawie komunikatów spółki noszących daty: 23 lutego 2009, 21 kwietnia 2009, 22 kwietnia 2009, 24 kwietnia 2009 można odtworzyć następującą sytuację: najprawdopodobniej w roku 2006, spółka Belvedere przedsięwzięła strategię ekstensywnego wzrostu poprzez wykup innych spółek i marek alkoholi. Sfinansowała ten wzrost kapitałem dłużnym i to w stopniu znacznie zmieniającym proporcje między kapitałem własnym a długiem w strukturze pasywów. Jeszcze na

¹ www.gazeta.pl, 15.05.2009, 15.06.2009.

koniec 2005 roku kapitał własny stanowił nieco ponad 24% sumy bilansowej spółki Belvedere, zaś na koniec 2006 roku było to już tylko 15,7%². Proces pozyskiwania owego kapitału dłużnego doprowadził – trudno powiedzieć, w jaki dokładnie sposób – do sytuacji, kiedy pewna część wierzycieli spółki weszła w otwarty konflikt z zarządem spółki Belvedere. Konflikt ten, zdaniem wierzycieli, zmierza do zabezpieczenia ich interesów, natomiast zdaniem zarządu spółki Belvedere jest to próba wrogiego przejęcia. Z treści komunikatów można wnioskować, że członkowie zarządu spółki są jednocześnie jej istotnymi akcjonariuszami. Swego rodzaju widownią dla tego konfliktu są pozostali akcjonariusze i wierzyciele spoza grupy będącej w konflikcie z zarządem, tudzież rada nadzorcza spółki Belvedere. W efekcie konfliktu może dojść np. do obniżenia wartości akcji spółki albo do zaburzenia jej działalności operacyjnej, w konsekwencji do pogorszenia wyników finansowych i utrudnienia postępowania naprawczego itd.

Przeanalizujmy ów konflikt, zwracając w pierwszym rzędzie uwagę na jego źródła, czyli na szybkie zadłużanie się grupy Belvedere. Musiała ona pożyczać pieniądze bardzo szybko. W pożyczaniu tym brali również udział osobiście dwaj członkowie zarządu spółki. Zaciągnięte przez nich osobiste zobowiązania, na kwotę 20 mln euro, są czymś w rodzaju ukrytego zadłużenia: pożyczyli ową kwotę od podmiotów trzecich po to, aby ją następnie pożyczyć zarządzanej przez siebie firmie, kupując jej skrypty dłużne. Kwotę tą pożyczyli na bardzo wysoki procent: 25% rocznie. Należy pamiętać, że na światowych rynkach finansowych w owym czasie już 10% rocznie to było dużo, a np. stopa procentowa Banku Rezerw Federalnych USA wynosiła 1% rocznie (!). Wysokie oprocentowanie nie było jedynym kuriozalnym warunkiem tej pożyczki. Została ona udzielona wyłącznie na podstawie listu intencyjnego, a nie umowy. List ten, jak można mniemać z opublikowanych komunikatów spółki, dawał wierzycielom daleko idące uprawnienia do wpływania na sposób zarządzania grupą Belvedere. Pojawia się zasadnicze pytanie: czemu w okresie, kiedy kapitał na światowych rynkach był naprawdę tani, szefowie firmy Belvedere dokonali tak dziwnej transakcji? Każda odpowiedź na to pytanie, opierając się na informacjach dostępnych w oficjalnych komunikatach spółki, byłaby jedynie spekulacją. Szefowie spółki dokonali transakcji, której rzeczywiste motywy są nieznane i która w istotny sposób wpływa na sytuację spółki. Szefowie spółki mieli i mają zatem pewne informacje (czy też pewnego rodzaju wiedzę), nieupublicznione na rynku kapitałowym i wpływające w istotny sposób na podejmowanie przez nich decyzji rodzących skutki dla akcjonariuszy i wierzycieli spółki. To jest pierwszy ważny aspekt omawianego tu konfliktu: przewaga informacyjna władz korporacji. Menedżerowie znają zarządzaną przez siebie firmę i biznes,

² Memorandum informacyjne Belvedere – sporządzone w celu ubiegania się o dopuszczenie papierów wartościowych spółki Belvedere do obrotu na rynku regulowanym prowadzonym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., na podstawie Dokumentu Referencyjnego, który został zatwierdzony przez francuską Autorite des Marchés Financiers (AMF) w dniu 7 marca 2008 r.

w którym ona działa o wiele lepiej niż zewnątrz wobec firmy akcjonariusze i wierzyciele. Przede wszystkim menedżerowie budują plany działania spółki, a więc z wyprzedzeniem wiedzą o kolejnych krokach podejmowanych przez nią.

Cztery podmioty mają wierzytelności wobec spółki Belvedere i wszystkie według własnych deklaracji działają w celu zabezpieczenia swoich wierzytelności, zaś zdaniem zarządu Belvedere próbują dokonać wrogiego przejęcia spółki. Są to: Oaktree Capital Management, Maple Leaf Macro Volatility Master Fund, The Bank of New York Mellon oraz tzw. Komitet Sterujący. Ten ostatni jest, jak można mniemać, czymś w rodzaju syndykatu wierzycieli. Mamy do czynienia z sytuacją nie do końca transparentną. W jaki sposób każdy z tych podmiotów stał się wierzycielem spółki? Jakie są podstawy prawne tych wierzytelności? Jakie są wzajemne relacje między tymi podmiotami oraz między nimi a zarządem spółki Belvedere? Tu znowu przeciętny inwestor, zastanawiający się nad kupnem akcji albo papierów dłużnych firmy Belvedere skazany jest na spekulację.

Kolejnym ważnym elementem cytowanych wcześniej komunikatów medialnych na temat spółki Belvedere są powtarzające się zapewnienia szefów firmy bądź jej rzeczników że konflikt między niektórymi wierzycielami, a zarządem spółki nie wpływa na działalność operacyjną przedsiębiorstwa. Ta ostatnia ma przebiegać, według komunikatów, płynnie i bez zakłóceń. Emfaza tych zapewnień wskazuje na coś dokładnie przeciwnego: konflikt między wierzycielami a zarządem bądź już poważnie i negatywnie wpłynął na działalność operacyjną przedsiębiorstwa, bądź też zagrożenie takie jest bardzo realne. To jest kolejny ważny element logiki omawianego konfliktu: próby jednych podmiotów przywłaszczenia sobie nienależnych korzyści kosztem innych podmiotów w ramach korporacji prowadzić mogą do takich zaburzeń w działalności przedsiębiorstwa, które z kolei powodują nieracjonalne działanie i nieoptymalne gospodarowanie środkami produkcji.

Opisywany przypadek firmy Belvedere to przykład sytuacji, która tworzy zagrożenia dla bezpieczeństwa obrotu na rynku kapitałowym. Sytuacji takich występuje wiele w praktyce funkcjonowania korporacji. Ważny akt prawny, zwany w skrócie ustawą „Sarbanes–Oxley”, pochodzący z 2002 roku³ i uchwalony w ślad za skandalem powstałym wokół upadłości amerykańskiej korporacji Enron, stanowi w swej preambule, że jej celem jest „chronić inwestorów poprzez polepszenie dokładności i rzetelności publicznych dokumentów korporacyjnych sporządzanych zgodnie z prawem papierów wartościowych, oraz dla innych celów”⁴. Cytat ten oddaje podstawową logikę konfliktów interesów wewnątrz korporacji. Korporacje są dużymi organizacjami, w dużej mierze autonomicznymi wobec swego otoczenia, kierującymi się specyficznymi regułami działania i jednocześnie wywierającymi silny wpływ na swe otoczenie. W relacjach świata zewnętrznego z taką organizacją pierwszą

³ Sarbanes–Oxley Act of 2002, One Hundred Seventh Congress of United States of America, January the 23rd, 2002.

⁴ Tłumaczenie własne autora pracy.

i podstawową sprawą jest odpowiedni przepływ informacji, czyli jawność działalności korporacji, szczególnie istotna w świetle tego, co wiadomo na temat roli informacji w funkcjonowaniu rynku kapitałowego. Jawność oznacza, że każdy podmiot zainteresowany pełną wiedzą na temat działania korporacji ma do takiej wiedzy nieskrępowany dostęp.

W ramach instytucji korporacji przez dziesięciolecia rozwijały się metody modelowania konfliktów interesów. Cytowana ustawa Sarbanes–Oxley jest przykładem i jednocześnie jednym z elementów tego, co zwykle się określać mianem **ładu korporacyjnego** (ang. *corporate governance*). Ład korporacyjny jest rozmaicie definiowany w naukach ekonomicznych. Określa się go jako:

- a) zbiór mechanizmów i kontraktów kształtujący procesy decyzyjne w spółkach kapitałowych (Schmidt 2003⁵),
- b) zespół instytucji, które mają wpływ na sposób, w jaki w spółkach kapitałowych podejmuje się decyzje o alokacji zasobów oraz podziale zysku (Lazonick, O’Sullivan 1998⁶),
- c) zespół metod, za pomocą których dawcy kapitału w spółce mogą zapewnić sobie odpowiednie zyski z inwestycji (Shleifer, Vishny 1997⁷),
- d) zespół zachowań kadry menedżerskiej spółek, podejmowanych pod wpływem bodźców płynących od banków, rynków kapitałowych oraz otoczenia instytucjonalnego i dających w efekcie określony poziom realizacji interesów akcjonariuszy oraz określoną wartość firmy (Khan 2003⁸).

Istotną rolę w kształtowaniu ładu korporacyjnego odgrywają rzecz jasna przepisy prawne. Szczególną jednak rolę dla ładu korporacyjnego spółek stanowią tzw. dobre praktyki korporacyjne. Są to skodyfikowane zalecenia odnośnie ładu korporacyjnego, wydawane najczęściej przez władze giełd papierów wartościowych albo przez władze nadzorujące owe giełdy. Rola dobrych praktyk jest ambiwalentna: są one czymś w rodzaju sformalizowanego zwyczaju. Stosowanie się do nich nie jest prawnym obowiązkiem, jednak niezastosowanie się do nich rodzi z kolei mniej lub bardziej wyraźny ostracyzm wobec danej spółki na rynku kapitałowym. Inwestorzy i wierzyciele mają skłonność do powierzania swego kapitału stosunkowo chętniej tym korporacjom, które stosują się do dobrych praktyk korporacyjnych.

⁵ R.H. Schmidt, *Corporate Governance in Germany: An Economic Perspective*, Center For Financial Studies, Frankfurt am Main, „CFS Working Paper”, No. 2003/36, August 2003.

⁶ W. Lazonick, M. O’Sullivan, *Corporate Governance and The Innovative Economy: Policy Implications*, Paper Prepared for the European Commission (DG XII) within the framework of the Innovation Systems and European Integration (ISE) project. Oslo, March 1998, STEP Group Report, No. R-03 1998.

⁷ A. Shleifer, Vishny R., *A Survey of Corporate Governance*, „Journal of Finance” 1997, No. 52, s. 737–784.

⁸ H.A. Khan, *Corporate Governance in Family – Based Businesses in Asia: Which Road to Take?*, revised, University of Denver, June 2003.

2.2. Dobre praktyki korporacyjne oraz ich specyfika narodowa

Kodyfikacja dobrych praktyk korporacyjnych może w mniejszym lub większym stopniu nawiązywać do powszechnie obowiązujących przepisów prawnych. Polskie „Dobre praktyki spółek notowanych na GPW”, będące załącznikiem do Uchwały Nr 12/1170/2007 Rady Giełdy z dnia 4 lipca 2007 r. są wyłącznie skodyfikowanym zwyczajem, podczas gdy np. brytyjski Combined Code (2006⁹) jest połączeniem ogólnych norm o charakterze kierunkowym z powszechnie obowiązującymi przepisami prawa. Aby lepiej zrozumieć, czym są dobre praktyki korporacyjne oraz jaka jest ich fundamentalna logika, porównajmy podstawowe założenia trzech dokumentów z trzech różnych krajów: wymienione wyżej „Dobre praktyki spółek notowanych na GPW”, brytyjski Combined Code oraz niemieckie kompendium dobrych praktyk korporacyjnych z 2003 roku¹⁰.

Brytyjski The Combined Code on Corporate Governance jest ustrukturyzowany tematycznie oraz według rangi przedstawianych zaleceń. W pierwszej kolejności Combined Code nakłada na spółki notowane na giełdzie londyńskiej obowiązek jawności, przy czym obowiązek ten ma dwójaki charakter. Z jednej strony spółki mają obowiązek publikować dane na temat tego, w jakim zakresie i w jakim stopniu stosują się do zaleceń Combined Code, z drugiej zaś są obowiązane publicznie opisać odstępstwa od tych zaleceń, wraz z uzasadnieniem przyczyn. W języku angielskim reguła ta zwana jest *comply or explain*. Jest to ważna cecha brytyjskiego podejścia do dobrych praktyk w zakresie ładu korporacyjnego: indywidualne podejście do każdej firmy. Praktyki te wyznaczają pożądany sposób zachowania korporacji, jednak przyjmuje się, iż w pewnych specyficznych okolicznościach w interesie akcjonariuszy i wierzycieli spółki może być odstępstwo od tych zasad, tyle że odstępstwo to powinno być wiarygodnie uzasadnione. W podobny sposób przyjmuje się, że uzasadniony zakres stosowania zaleceń Combined Code zależy od wielkości firmy. Stosunkowo małe spółki mogą stosować się do tych zaleceń w sposób bardziej wybiórczy. Wraz ze wzrostem skali i stopnia złożoności biznesu spółki wzrastają wymagania wobec niej w zakresie stosowania dobrych praktyk ujętych w Combined Code. Z merytorycznego punktu widzenia Combined Code koncentruje się przede wszystkim na dwóch aspektach działalności korporacji: roli rad nadzorczych oraz roli inwestorów instytucjonalnych. Odnośnie funkcjonowania rad nadzorczych Combined Code opiera się na następujących głównych zasadach (ang. main principles):

- Każda spółka powinna mieć skuteczną radę nadzorczą, która jest kolektywnie odpowiedzialna za sukces spółki.
- W zakresie kierowania spółką musi być jasny podział odpowiedzialności między radą nadzorczą a zarządem. Żaden indywidualny podmiot nie powinien mieć nieograniczonych kompetencji decyzyjnych.

⁹ *Financial Reporting Council, The Combined Code on Corporate Governance*, June 2006.

¹⁰ *German Corporate Governance Code*, Government Commission, as amended on May 21, 2003 (convenience translation).

- Rada nadzorcza powinna mieć w swoim gronie zarówno dyrektorów wykonawczych oraz dyrektorów niewykonawczych (w szczególności niezależnych dyrektorów niewykonawczych¹¹) tak, aby żaden indywidualny podmiot albo mała grupa podmiotów nie mogła zmajoryzować procesów decyzyjnych w radzie nadzorczej.
- W spółce powinna funkcjonować sformalizowana, rygorystycznie przestrzegana i czytelna procedura wyznaczania nowych członków rady nadzorczej.
- Rada nadzorcza powinna być informowana o działalności. Informacja ta powinna być dostarczana na czas (tj. bez zbędnych opóźnień) oraz powinna mieć formę i jakość merytoryczną odpowiednie dla potrzeb rady nadzorczej, aby ta ostatnia mogła wywiązać się ze swych obowiązków.
- Wszyscy członkowie rady nadzorczej powinni być zachęcani do uczestnictwa w jej pracach, jak również powinni systematycznie poszerzać i odświeżać swoją wiedzę i umiejętności.
- Rada nadzorcza powinna co rok podejmować samoocenę swej działalności, według sformalizowanej i rygorystycznie przestrzeganej procedury. To samo dotyczy poszczególnych członków rady nadzorczej oraz komitetów działających przy radzie nadzorczej.
- Wszyscy członkowie rady nadzorczej powinni być regularnie poddawani reelekcji, uzależnionej od efektów ich pracy. Rada nadzorcza powinna sama zapewnić planowe i stopniowe odświeżanie swego składu.
- Wynagrodzenie członków rady nadzorczej powinno być wystarczające, aby przyciągnąć, zatrzymać i zmotywować osoby o kompetencjach potrzebnych na optymalnego kierownika spółki, jednakowoż wynagrodzenie to nie może być wygórowane. Znacząca część wynagrodzenia członków rady nadzorczej powinna być uzależniona od wyników całej spółki oraz od jakości indywidualnej pracy danej osoby.
- Powinna istnieć sformalizowana i czytelna procedura kształtowania polityki wynagrodzeń kadry menedżerskiej oraz wynagrodzeń członków rady nadzorczej. Żaden członek rady nadzorczej ani żaden menedżer nie powinien sam decydować o swoim wynagrodzeniu.
- Rada nadzorcza powinna przedstawić wyważoną, dobrze uzasadnioną i zrozumiałą ocenę obecnej sytuacji spółki oraz jej perspektyw na przyszłość.
- Rada nadzorcza powinna utrzymywać racjonalny system kontroli wewnętrznej, w celu ochrony interesów akcjonariuszy oraz aktywów spółki. Rada nadzorcza powinna ustalić sformalizowane i czytelne reguły raportowania finansowego

¹¹ Dyrektor wykonawczy to członek rady nadzorczej pełniący jednocześnie jakąś funkcję menedżerską (wykonawczą) wewnątrz spółki. Dyrektor niewykonawczy to osoba nadzorczej nie związana z bieżącą działalnością spółki, lecz reprezentująca jakąś grupę akcjonariuszy lub wierzycieli spółki. Niezależny dyrektor niewykonawczy to osoba niezwiązana prawnie, finansowo ani organizacyjnie ze spółką.

oraz kontroli wewnętrznej, jak również utrzymywać odpowiednie relacje z audytorami spółki.

- Spółka powinna utrzymywać dialog z akcjonariuszami oparty na wzajemnie zrozumiałych i zaakceptowanych celach. Rada nadzorcza jako całość odpowiada za to, aby taki dialog miał miejsce. Rada nadzorcza powinna korzystać z walnych zgromadzeń akcjonariuszy, aby komunikować się z inwestorami i zachęcać ich do powierzania kapitału spółce.
- Inwestorzy instytucjonalni powinni utrzymywać dialog ze spółkami, w których uczestniczą, w oparciu o wzajemnie zrozumiałe i zaakceptowane cele. Inwestorzy instytucjonalni ponoszą odpowiedzialność za skutki stosowania przysługującego im prawa głosu i powinni z niego korzystać w sposób rozsądny.

Brytyjski Combined Code traktuje dobre praktyki korporacyjne jako wyraz pewnego ładu kontraktowego, nie uzasadniając potrzeby istnienia takowego ładu. Polskie „Dobre praktyki spółek notowanych na GPW” w szczególności sposób kładą nacisk na fakt, że jako zbiór zasad ładu korporacyjnego oraz zasad określających normy kształtowania relacji przedsiębiorstw giełdowych z ich otoczeniem rynkowym, mogą być ważnym instrumentem wzmacniającym konkurencyjność rynku. Mogą być też nośnikiem innowacyjnego podejścia do problemów rynku giełdowego, a przez to budować jego atrakcyjność w wymiarze międzynarodowym. Regulacje zawarte w polskich „Dobrych praktykach korporacyjnych” są stosunkowo zbliżone do brytyjskich, z kilkoma jednak zauważalnymi różnicami. Po pierwsze, w polskich regulacjach brak podziału norm na zasady ogólne i ich szczegółowe rozwinięcia. Wszystkie przepisy „Dobrych praktyk korporacyjnych” mają tę samą rangę. Po drugie, polskie regulacje wydają się kłaść stosunkowo większy nacisk na zapobieganie różnego typu konfliktom interesów w sprawowaniu funkcji przez członków władz spółki: zarządu oraz rady nadzorczej. Jednocześnie w polskim wydaniu dobre praktyki w stosunkowo mniejszym stopniu podkreślają zależność między odpowiednią pracą rady nadzorczej, a sukcesem ekonomicznym spółki.

Niemiecki Kodeks dobrych praktyk korporacyjnych z 2003 roku¹² w swych założeniach „Ma na celu uczynienie niemieckiego systemu ładu korporacyjnego przejrzystym i zrozumiałym. Zmierza w związku z tym do promowania zaufania między inwestorami międzynarodowymi i krajowymi, klientami, pracownikami oraz opinią publiczną w ramach zarządzania i nadzoru nad niemieckimi spółkami giełdowymi. Kodeks wyjaśnia prawa akcjonariuszy, którzy dostarczają spółce potrzebnego jej kapitału i którzy ponoszą ryzyko związane z przedsięwzięciami gospodarczymi spółki”¹³. O ile brytyjskie (a nawet szerzej: anglosaskie) podejście kładzie nacisk na moderację konfliktów między interesami różnych podmiotów, o ile tyle podejście niemieckie kładzie nacisk na systemowość rozwiązań oraz na wzajemne zaufanie i współpracę między różnymi partnerami społecznymi. Owa różnica akcentów jest tak widoczna w sferze szczegółowych rozwiązań, że wielu badaczy twierdzi, iż można mówić o istnieniu

¹² *German Corporate Governance Code...*

¹³ *German Corporate Governance Code...*, „Preambuła”, tłumaczenie własne autora.

dwóch najważniejszych światowych systemów ładu korporacyjnego: niemieckiego, zorientowanego na współpracę partnerów społecznych (ang. *stakeholder oriented corporate governance*) oraz anglosaskiego, skupionego głównie na ochronie praw akcjonariuszy (ang. *shareholder oriented corporate governance*) (Schmidt 2003¹⁴). Na tym tle w naukach ekonomicznych widać pewien spór. Jedni badacze twierdzą, że zasadniczą rolę dla rzeczywistej efektywności ładu korporacyjnego, tj. optymalnego zarządzania zasobami spółki, mają regulacje normatywne i kultura prawna, w jakiej rozwinęła się i funkcjonuje dana spółka.

Taki tok rozumowania prezentuje tzw. teoria LLSV i jej różnorakie rozwinięcia. Nazwa tej teorii jest skrótem złożonym z pierwszych liter nazwisk jej twórców, którymi są: Rafael La Porta z Dartmouth's Tuck School of Business, Florencio Lopez-de-Silanes z Yale School of Management, Andrei Shleifer z wydziału nauk ekonomicznych Uniwersytetu Harvarda oraz Robert Vishny ze szkoły biznesu Uniwersytetu Chicagowskiego. Badacze ci twierdzą, że normatywne uregulowania ładu korporacyjnego, w szczególności ochrona praw akcjonariuszy i wierzycieli korporacji ma kluczowe znaczenie dla rozwoju całych rynków kapitałowych i związanych z nimi gospodarek. Im jakość tej ochrony jest lepsza, tym szybszy rozwój rynku kapitałowego i gospodarki. Ponadto wysuwają oni tezę, że jakość owej prawnej ochrony jest najlepsza w krajach anglosaskich oraz tych, których systemy prawne wzorowane są na anglosaskim, najgorsza w krajach z systemami prawnymi opartymi na francuskim prawie cywilnym, zaś systemy prawne oparte na wzorach niemieckich i skandynawskich sytuują się na szczeblu pośrednim pod tym względem (np. La Porta, Lopez-de-Silanes, Schleifer, Vishny 1996¹⁵, 1997¹⁶). Inni badacze twierdzą, że regulacje normatywne i kultura prawna mają znikome znaczenie dla faktycznego funkcjonowania ładu korporacyjnego, natomiast szczególnie ważna jest struktura akcjonariatu oraz jej wpływ na interesy drobnych akcjonariuszy (Kumar¹⁷). Pomiędzy stanowiskami skrajnymi można znaleźć stanowiska bardziej wyważone, wskazujące na fakt, że istotne są nie same normy prawne, ale też środowiska kulturowe czy chociażby rygoryzm, z jakim normy te są egzekwowane (np. Davis, Trebilcock 2008¹⁸). Stosunkowo najczęściej spotkać

¹⁴ R.H. Schmidt, *Corporate Governance in Germany...*

¹⁵ R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Schleifer, R.W. Vishny, *Law and Finance*, „NBER Working Paper Series”, „NBER Working Paper” 5661, National Bureau of Economic Research, Cambridge, July 1996.

¹⁶ R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Schleifer, R.W. Vishny, *Legal Determinants of External Finance*, „The Journal of Finance” 1997, Vol. 52, Issue 3, Papers and Proceedings Fifty – Seventh Annual Meeting, American Finance Association, New Orleans, January 1997, s. 1131–1150.

¹⁷ J. Kumar, *Corporate Governance Mechanisms and Firm Financing in India*, „Xavier Institute Of Management Working Papers” 8.02.2005, Bhubaneswar, India.

¹⁸ K.E. Davis, M.J. Trebilcock, *The Relationship between Law and Development: Optimists Versus Skeptics*, „New York University School of Law Public Law & Legal Theory Research Paper Series, Working Paper”, No. 08–14, „Law & Economics Research Paper Series, Working Paper”, No. 08–24, May 2008.

można częściowe zastosowania teorii LLSV w badaniach takich, jak zależność między wartością rynkową firmy, a wybranymi cechami jej ładu korporacyjnego, m.in. funkcjonowaniem rad nadzorczych (Demsetz, Lehn 1985¹⁹; Black 2001²⁰; Gompers, Ishii, Metrick 2003²¹; Durnev, Kim 2005²²; Black, Jang, Kim 2005²³).

Wydaje się, że to właśnie funkcjonowanie rady nadzorczej jest punktem wspólnym, w którym skupiają się regulacje dobrych praktyk korporacyjnych z różnych krajów. Szczególna rola rady nadzorczej w moderowaniu konfliktów interesów wewnątrz korporacji wynika z faktu, iż w funkcjonowanie korporacji wydają się być wpisane – niejako z natury – pewne typowe konflikty interesów: a) między menedżerami, a drobnymi akcjonariuszami (Berle, Means 1932²⁴) b) między dużymi a małymi akcjonariuszami c) między drobnymi akcjonariuszami i obecną kadrami menedżerską, a menedżerami spółek dokonujących wrogich przejęć (Shleifer, Vishny 1986²⁵). Działalność rad nadzorczych to jednocześnie ten obszar, w którym już na pierwszy rzut oka można dostrzec zróżnicowanie ładu korporacyjnego różnych krajów i różnych spółek. Dla przykładu, w niemieckiej grupie Deutsche Telekom rada nadzorcza składa się z 20 członków, w tym 10 przedstawicieli akcjonariuszy oraz 10 przedstawicieli pracowników²⁶. Widać tu dążenie do tego, aby rada nadzorcza była reprezentatywna dla owych dwóch głównych grup interesariuszy. Z kolei w korporacji British Petroleum, reprezentującej bardziej „anglosaskie” podejście do ładu korporacyjnego, rada nadzorcza jest ustrukturyzowana inaczej. W jej skład wchodzi: trzysobowe prezydium złożone z dyrektorów niewykonawczych, pięcioro członków zarządu spółki (dyrektorów wykonawczych) oraz ośmioro dyrektorów niewykonawczych²⁷. Tu z kolei widać charakterystyczny dla podejścia anglosaskiego nacisk na podział kompetencji i wpływu między dyrektorów wykonawczych i niewykonawczych.

Sedno ładu korporacyjnego leży w stworzeniu takich mechanizmów moderowania nieuchronnych skądinąd konfliktów wewnątrz korporacji, aby: a) zminimalizo-

¹⁹ H. Demsetz, K. Kenneth Lehn, *The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences*, „Journal of Political Economy” 1985, No. 93, s. 1155–1177.

²⁰ B. Black, *The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firms*, „Emerging Markets Review” 2001, No. 2, s. 89–108.

²¹ P. Gompers, J. Ishii, A. Metrick, *Corporate Governance and Equity Prices*, „Quarterly Journal of Economics” 2003, No. 118, s. 107–155.

²² A. Durnev, E.H. Kim, *To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation*, „Journal of Finance” 2005, No. 60, s. 1461–1493.

²³ B. Black, H. Jang, W. Kim, *Does Corporate Governance Predict Firms’ Market Values? Evidence From Korea*, „European Corporate Governance Institute Working Paper Series in Finance, Working Paper”, N°86/2005, June 2005.

²⁴ A. Berle, G. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, New York 1932.

²⁵ A. Shleifer, R. Vishny, *Large shareholders and corporate control*, „Journal of Political Economy” 1986, No. 94, s. 461–488.

²⁶ <http://www.deutschetelekom.com/dtag/cms/content/dt/en/394328>.

²⁷ <http://www.bp.com/managedlistingsection.do?categoryId=9021801&contentId=7040608>.

wać negatywny wpływ, jaki konflikty te mogą wywierać na funkcjonowanie firmy jako całości oraz na funkcjonowanie rynku kapitałowego b) rozstrzygać te konflikty w możliwie sprawiedliwy sposób, bez rażącego naruszania dobra poszczególnych interesariuszy. Kolejnym krokiem w analizie działalności korporacji, po ładzie korporacyjnym, jest analiza jej powiązań z rynkiem kapitałowym.

2.3. Powiązanie korporacji z rynkiem kapitałowym i kryteria oceny funkcjonowania tego rynku

Współczesne korporacje funkcjonują w oparciu o założenie wpisane niejako w amerykański model organizowania dużych przedsiębiorstw: funkcjonowanie korporacji jest zwrotnie sprzężone z funkcjonowaniem rynku kapitałowego. Po to, aby korporacja mogła się rozwijać, rynek kapitałowy musi funkcjonować dobrze i *vice versa*, rozwój korporacji jest potrzebny dla dobrego funkcjonowania rynku kapitałowego. Na początek spróbujemy określić, co oznacza „dobre” funkcjonowanie rynku kapitałowego. Amerykańska Ustawa o Obrocie Papierami Wartościowymi (2004²⁸) w preambule podaje, co następuje: „[...] transakcje papierami wartościowymi, prowadzone zarówno na giełdach, jak i w obrocie prywatnym mają istotny związek z interesem publicznym, co czyni niezbędnym regulację i kontrolę tych transakcji [...]. Ogólnokrajowe zagrożenia, związane z powszechnym bezrobociem, zaburzeniach procesów wymiany, transportu i produkcji przemysłowej, [...] wpływające negatywnie na społeczny dobrobyt, są wywoływane, przyspieszane i wydłużane przez manipulację oraz nagłe i nieracjonalne fluktuacje cen papierów wartościowych oraz przez nadmierną spekulację na giełdach i rynkach prywatnych. Rząd Federalny musi w takich sytuacjach podejmować wydatki prowadzące do zwiększenia zadłużenia kraju”²⁹.

Cytowany akt prawny, uchwalony w 1934 roku, a więc już z pełną świadomością tego, czym może być kryzys gospodarczy mający swe początki na rynku kapitałowym, oddaje syntetycznie to, co powiedziano powyżej na temat społecznej i gospodarczej roli korporacji oraz rynku kapitałowego. W monografii poświęconej historii giełdy londyńskiej Randal C. Michie (Michie 2000³⁰) zwraca uwagę na dwa paradoksy dotyczące społecznej roli rynków kapitałowych, w szczególności giełd. Pierwszy z nich to zależność między spekulacją, a inwestowaniem. Z jednej – wiadomo, że giełda to jeden z filarów współczesnego kapitalizmu. Z drugiej strony jej rola jest systematycznie deprecjonowana albo uznawana za wprost destrukcyjną z uwagi na niewątpliwe zachodzące tam zjawiska spekulacyjne. Tu napotykamy na drugi paradoks, związany z zachowaniami uczestników rynku kapitałowego. Z jednej strony rynek ten ma być

²⁸ Securities Exchange Act of 1934, revised through 2004, Committee Print 108-B of the Committee on Financial Services of the U.S. House of Representatives.

²⁹ Tłumaczenie własne autora.

³⁰ R.C. Michie, *The London Stock Exchange: A History*, Oxford University Press, March 2000.

rynkiem wolnym, na którym działałaby swobodnie „niewidzialna ręka” opisywana przez Adama Smitha. Z drugiej – sam fakt powstawania giełd jako organizacji oraz ich ewolucja dowodzi dążenia uczestników tego rynku do normatywnego uregulowania transakcji

Główną funkcją rynku kapitałowego jest alokacja zasobów kapitałowych gospodarki (Fama 1969³¹). Powstaje pytanie, jakie warunki muszą zostać spełnione, aby rynek ten spełniał swoją funkcję należycie. Najwcześniejsze chyba opracowanie na ten temat stworzył Louis Bachelier w roku 1900, pod wpływem obserwacji pierwszego wielkiego boomu inwestycyjnego na rynku kapitałowym, jaki miał miejsce w drugiej połowie XIX wieku (Bachelier 1900³²). Bachelier ukuł pojęcie „uczciwej gry” rynkowej, która miała spełniać warunki marshallowskiego modelu równowagi chwilowej na rynku doskonałym³³, czyli kiedy przedsiębiorstwa podejmują tam decyzje inwestycyjne i produkcyjne, a inwestorzy wybierają między dostępnymi papierami wartościowymi, reprezentującymi tytuł własności wobec przedsiębiorstw przy założeniu, że ceny papierów wartościowych w każdym dowolnym momencie odzwierciedlają w pełni wszystkie dostępne informacje na temat rynku. Inwestorzy określają, na podstawie dostępnych informacji, jaki zysk będą mogli uzyskać, kupując określony walor w momencie t i odsprzedając go w momencie $t + j$, gdzie j jest liczbą interwałów czasowych między kupnem, a sprzedażą.

Od czasów Bacheliera empiryczna obserwacja rynków kapitałowych pozwoliła stwierdzić, że bynajmniej nie spełniają one warunków „uczciwej gry”, jednakowoż dopiero w 1953 roku owa ich „nie-marshallowskość” doczekała się naukowego opracowania ze strony Maurice’a G. Kendalla (Kendall 1953³⁴). Przeanalizował on długie szeregi czasowe średnich tygodniowych cen akcji na giełdzie londyńskiej i porównał je z analogicznymi szeregami czasowymi cen: bawełny na giełdzie towarowej w Nowym Jorku oraz pszenicy na giełdzie towarowej w Chicago. Odnośnie cen akcji sformułował on następujące spostrzeżenie: „Szeregi czasowe sprawiają niemal wrażenie błędzących, zupełnie jakby raz w tygodniu jakiś chochlik ciągnął losowo liczbę z symetrycznej populacji o stałym rozkładzie i na tej podstawie byłaby ustalana cena w następnym tygodniu”³⁵. Kendall był matematykiem i nie dokonał głębszej interpretacji ekonomicznej swych obserwacji. Dość celnie zinterpretował je natomiast

³¹ E.F. Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, „The Journal of Finance”, Vol. 25, No. 2, Papers and Proceedings of The Twenty – Eighth Annual Meeting of the American Finance Association, New York, December, 28–30, 1969 (May, 1970), s. 383–417.

³² L. Bachelier, *Theorie de la Speculation*, Paris 1900.

³³ Bachelier wydał swoją książkę w 10 lat po pierwszym wydaniu *Principles of Economics* Alfreda Marshalla.

³⁴ M.G. Kendall, *The Analysis of Economic Time Series, Part I: Prices*, „Journal of The Royal Statistical Society” 1953, No. 96, s. 11–25.

³⁵ Tłumaczenie własne autora.

w dziewięć lat później Paul Cootner (Cootner 1962³⁶), pisząc: „Jeżeli przyjąć działanie praw uczciwej gry Bacheliera na rynku akcji, to racjonalnie oczekiwanym poziomem ceny w następnym okresie jest cena z bieżącego okresu. W świetle znanych zmian cen akcji w czasie, jedynym mechanizmem zmiany cen jest ten opierający się na nowych informacjach. Ponieważ nie da się przyjąć, że pojawianie się nowych informacji przebiega inaczej niż losowo, międzyokresowe zmiany cen akcji muszą być zmianami losowymi, wzajemnie statystycznie niezależnymi”³⁷.

Cootner był jednym z pierwszych ekonomistów, który posługiwał się odnośnie cen akcji pojęciem „random walk”, które można przetłumaczyć jako „zmiany losowe”. Przy takim podejściu do zachowania rynków kapitałowych powstawało zasadnicze pytanie, w jaki sposób na nieprzewidywalnym rynku jego uczestnicy mogą się zachowywać racjonalnie.

W oparciu o teorię „random walk” rozwinęła się bogata metodologia zmian cen na rynku kapitałowym jako procesu stochastycznego (np. Jajuga 2001³⁸). Istotne rozstrzygnięcie w tej kwestii wniósł Eugene F. Fama, który skonstruował tzw. model semimartynału (Fama 1965³⁹). Fama zakładał, że praktyczne kryteria decyzyjne uczestników rynku kapitałowego opierają się na odróżnieniu istotnych zmian cen od zmian nieistotnych. Zmiany nieistotne to te, które są możliwe do przewidzenia na podstawie obserwacji przeszłego trendu cenowego i które pozwalają osiągać zyski spekulacyjne na podstawie dotychczasowego doświadczenia. Matematycznie można to ująć w ten sposób, że zmiany nieistotne tworzą pasmo wahań węższe od wahań losowych, czyli tworzą tzw. semimartynał szeregu czasowego. Zmianą istotną jest wyjście ceny poza widełki możliwe do przewidzenia w ten sposób. Wtedy uczestnicy rynku szukają nowych informacji pozwalających zinterpretować nową sytuację. Nowe informacje, zdaniem Famy, nie pojawiają się jednak w sposób całkowicie nieprzewidywalny. Przychodzą one w „dużych porcjach”, co jakiś czas. Według jego badań (także: Fama 1969⁴⁰), zmiany cen akcji w czasie układają się w sukcesywne semimartynały procesu stochastycznego, czyli w długie sekwencje wartości, kiedy ceny akcji mają rozrzut mniejszy od losowego i są stosunkowo przewidywalne na podstawie znajomości przeszłego trendu. Te okresy stosunkowo dużej przewidywalności cen są oddzielone okresowymi zaburzeniami. Te okresy zaburzeń odpowiadają dopływowi do rynku kapitałowego owych „dużych porcji informacji”.

W celu możliwie jak najbardziej wyrazistego ukazania podstawowych zagadnień związanych z funkcjonowaniem rynku kapitałowego przeanalizujemy **przypadek**

³⁶ P. Cootner, *Stock Prices: Random vs. Systematic Changes*, „Industrial Management Review”, Spring 1962, No. 3, s. 24–45.

³⁷ Tłumaczenie własne autora.

³⁸ K. Jajuga, *Ogólny model dynamiki cen finansowych*, „Dynamiczne Modele Ekonometryczne”, VII Ogólnopolskie Seminarium Naukowe, 4–6 września 2001, Toruń.

³⁹ E.F. Fama, *The Behavior of Stock Market Prices*, „Journal of Business” 1965, No. 38, s. 34–105.

⁴⁰ E.F. Fama, *Efficient Capital Markets...*, s. 383–417.

polskiej spółki Grupa Kęty S.A. Główną sferą działalności Grupy Kęty S.A. i spółek wchodzących w skład Grupy Kapitałowej jest produkcja i przetwórstwo aluminium i stopów aluminium oraz produkcja opakowań giętkich na bazie folii aluminiowej. Pod koniec 2005 roku Grupa Kapitałowa Kęty była jednym z największych w Europie Centralnej producentów wyrobów z aluminium i jego stopów otrzymywanych metodą przeróbki plastycznej, tj. walcowania i wyciskania a także dostawcą kompleksowych rozwiązań aluminiowych oraz opakowań giętkich. Działalność ta pogrupowana była w trzech segmentach:

- Segment Wyrobów Wyciskanych (profilu aluminiowych),
- Segment Budowlanych Systemów Aluminiowych,
- Segment Opakowań Giętkich.

W 2006 roku zaczęto rozwijać w spółce dwa kolejne segmenty. W oparciu o spółkę Metalplast KARO, której przedmiotem działalności jest produkcja akcesoriów do systemów stolarki budowlanej, stworzono Segment Akcesoriów Budowlanych. Z kolei na bazie innej spółki zależnej Metalplast Stolarka utworzono Segment Usług Budowlanych. W lutym 2007 roku rozpoczęto działalność produkcyjno-handlową w spółce Alu Trans System (poprzednia nazwa Aluform). Podstawowym zadaniem spółki jest tworzenie, produkcja i dystrybucja systemów aluminiowych dla branży transportowej na bazie kształtowników zakupionych w Segmencie Wyrobów Wyciskanych Grupy Kęty. Oferta firmy skierowana jest głównie do producentów naczep, przyczep i wywrotek oraz innych zabudów samochodowych. Na dzień 31 grudnia 2007 roku w skład Grupy Kapitałowej Kęty, poza spółką matką Grupa Kęty S.A. wchodziły następujące spółki zależne: Alupol Sp. z o.o. Tychy, Aluprof S.A. Bielsko-Biała, Alutech Sp. z o.o. Kęty, Dekret Sp. z o.o. Kęty, Metalplast Karo Sp. z o.o. Bielsko-Biała (spółka bezpośrednio zależna od Aluprof S.A.), Celtech Sp. z o.o., Kęty (spółka bezpośrednio zależna od Alutech sp.z o.o.), Aluprof-Ukraina Sp. z o.o. Kijów, Ukraina (spółka bezpośrednio zależna od Aluprof S.A.), Alutrans-System Sp. z o.o. Zawiercie, Aluprof Hungary sp. z o.o. Budapeszt, Węgry, (spółka bezpośrednio zależna od Aluprof S.A.), Metalplast-Stolarka sp. z o.o., Bielsko-Biała, Alupol LLC Sp. z o.o. Borodianka, Ukraina, „Run-Pak,, Sp. z o.o. Kęty, Aluprof DE GmbH Dusseldorf, Niemcy (spółka bezpośrednio zależna od Aluprof S.A.), Aluprof System Romania Bukareszt (spółka bezpośrednio zależna od Aluprof S.A.), Aluprof System Czech Ostrawa, Czechy (spółka bezpośrednio zależna od Aluprof S.A.), Impet sp. z o.o. Bielsko-Biała (spółka bezpośrednio zależna od Aluprof S.A.), Aluprof UK Ltd. Hale, Wielka Brytania (spółka bezpośrednio zależna od Aluprof S.A.), ALUPROF RUS Ltd. Moskwa, Rosja (spółka bezpośrednio zależna od Aluprof S.A.), Aluform Czech s.r.o. Czeski Cieszyn, Czechy, Metalplast Złotów S.A. Złotów (spółka bezpośrednio zależna od Aluprof S.A.), ALUPROF ALG Algier, Algieria (spółka bezpośrednio zależna od Aluprof S.A.).

W tabelach 2, 3 przedstawione są podstawowe dane finansowe obrazujące sytuację ekonomiczną Grupy Kęty na przestrzeni lat 2001–2007. W niniejszej analizie interesuje nas w szczególności sposób cena akcji spółki. Na początku 2001 roku wynosiła ona przeciętnie ok. 40 zł i utrzymywała się mniej więcej na tym poziomie przez cały 2001 rok oraz większość roku 2002. W czwartym kwartale 2002 roku kurs akcji zaczął

stopniowo rosnąć, w drugiej połowie 2003 roku przekraczając 100 zł. Stopniowy, stosunkowo przewidywalny wzrost trwał aż do drugiej połowy 2007 roku, kiedy trend ten załamał się i nastąpił spadek cen akcji. Każdy, kto brałby pod uwagę osiągnięcie zysku z inwestycji w akcje Grupy Kęty, chciałby móc przewidzieć ceny akcji w pewnym okresie czasu. Klasyczna teoria uczciwej gry rynkowej Bacheliera każe interpretować zmiany cen akcji Grupy Kęty wyłącznie jako efekt bądź to zmian punktu równowagi między popytem na akcje spółki oraz podażą tych akcji. Jeżeli cena rosta przez dłuższy okres czasu, w okresie tym popyt powinien być rosnać szybciej niż podaż.

Tabela 2. Skonsolidowane dane finansowe Grupy Kęty S.A., część I

Kwartał	Przychody netto ze sprzedaży	Zysk (strata) z dział. oper.	Zysk (strata) brutto	Zysk (strata) netto	Aktywa
	<i>tys. zł</i>	<i>tys. zł</i>	<i>tys. zł</i>	<i>tys. zł</i>	<i>tys. zł</i>
I Q 2001	148 602	17 948	18 672	13 375	629 449
II Q 2001	135 958	17 251	16 200	13 935	611 253
III Q 2001	153 893	21 965	13 281	9883	607 609
IV Q 2001	144 462	693	1417	1483	600 655
I Q 2002	142 234	14 146	12 064	10 590	581 950
II Q 2002	137 557	17 639	12 265	10 703	580 443
III Q 2002	173 552	31 532	24 658	19 981	580 497
IV Q 2002	170 050	17 380	11 699	5 862	578 842
I Q 2003	147 294	16 777	16 476	15 137	558 088
II Q 2003	165 826	20 912	18 966	17 925	566 859
III Q 2003	183 515	25 846	26 670	24 260	581 148
IV Q 2003	168 250	14 061	13 505	11 993	582 338
I Q 2004	199 293	27 499	28 391	23 659	744 278
II Q 2004	212 234	36 831	34 666	28 836	754 925
III Q 2004	186 699	33 826	32 362	26 303	617 483
IV Q 2004	175 462	20 466	16 349	14 919	648 639
I Q 2005	166 151	19 552	20 625	17 377	758 115
II Q 2005	170 967	28 535	32 484	27 843	787 363
III Q 2005	197 822	29 099	32 937	27 777	832 207
IV Q 2005	191 494	16 989	16 982	15 019	878 033
I Q 2006	224 144	11 400	10 231	9 200	969 253
II Q 2006	254 995	41 751	40 083	34 483	1 027 587
III Q 2006	288 845	35 382	30 334	25 205	1 084 089
IV Q 2006	295 661	21 024	18 546	19 084	1 149 581
I Q 2007	330 720	27 125	28 153	21 613	1 187 044
II Q 2007	311 334	28 731	26 036	20 951	1 256 354
III Q 2007	332 752	41 129	35 313	28 276	1 332 320
IV Q 2007	323 478	44 946	33 330	27 314	1 313 730

Źródło: www.bankier.pl.

Tabela 3. Skonsolidowane dane finansowe Kęty S.A., część II

Kwartał	Rentowność operacyjna	Rentowność netto	Liczba akcji	Kurs akcji	Kapitalizacja (mln zł)
I Q 2001	12,1%	9,0%	10 500 780	42,50 zł	446,28
II Q 2001	12,7%	10,2%	10 500 780	39,30 zł	412,68
III Q 2001	14,3%	6,4%	10 500 780	40,00 zł	420,03
IV Q 2001	0,5%	1,0%	10 500 780	45,00 zł	472,54
I Q 2002	9,9%	7,4%	10 500 780	45,00 zł	472,54
II Q 2002	12,8%	7,8%	10 500 780	44,50 zł	467,28
III Q 2002	18,2%	11,5%	10 500 780	42,20 zł	443,13
IV Q 2002	10,2%	3,4%	10 500 780	53,00 zł	556,54
I Q 2003	11,4%	10,3%	10 500 780	63,90 zł	671,00
II Q 2003	12,6%	10,8%	10 500 780	82,00 zł	861,06
III Q 2003	14,1%	13,2%	10 500 780	112,50 zł	1181,34
IV Q 2003	8,4%	7,1%	10 500 780	137,00 zł	1438,61
I Q 2004	13,8%	11,9%	10 500 780	127,50 zł	1338,85
II Q 2004	17,4%	13,6%	10 500 780	139,50 zł	1464,86
III Q 2004	18,1%	14,1%	10 500 780	139,50 zł	1464,86
IV Q 2004	11,7%	8,5%	10 500 780	124,50 zł	1307,35
I Q 2005	11,8%	10,5%	9 925 663	133,00 zł	1187,11
II Q 2005	16,7%	16,3%	9 225 663	118,00 zł	1088,63
III Q 2005	14,7%	14,0%	9 225 663	132,50 zł	1222,40
IV Q 2005	8,9%	7,8%	9 225 663	125,50 zł	1157,82
I Q 2006	5,1%	4,1%	9 225 663	128,00 zł	1180,88
II Q 2006	16,4%	13,5%	9 225 663	136,50 zł	1259,30
III Q 2006	12,2%	8,7%	9 225 663	183,30 zł	1691,06
IV Q 2006	7,1%	6,5%	9 225 663	198,00 zł	1826,68
I Q 2007	8,2%	6,5%	9 225 663	189,40 zł	1747,34
II Q 2007	9,2%	6,7%	9 225 663	240,50 zł	2218,77
III Q 2007	12,4%	8,5%	9 225 663	191,00 zł	1762,10
IV Q 2007	13,9%	8,4%	9 225 663	161,80 zł	1492,71

Źródło: opracowanie własne na podstawie www.bankier.pl oraz www.gpw.com.pl.

Idąc dalej tym torem myślenia, w okresie lat 2001–2007 liczba akcji oferowanych do sprzedaży powinna być systematycznie niższa niż liczba akcji, jaką inwestorzy zamierzali nabyć. Przy stosunkowo stałej w czasie liczbie akcji zwykłych: 10 500 780 w latach 2001–2004 oraz 8 925 663 w latach 2005–2007 jedynym, co mogło spowodować taką systematyczną nadwyżkę popytu na akcje nad ich podażą była powszechna chęć inwestorów do inwestowania coraz większego kapitału w te papiery wartościowe. Z kolei teoria „random walk” taka, jak prezentowali ją Kendall czy Cootner nakazywałaby interpretować te zmiany jako wyłącznie losowe.

Zakładając uczciwą grę rynkową według modelu Bacheliera zakładamy, że inwestorzy kupują albo sprzedają akcje, dlatego że starają się zachowywać racjonalnie: kupują, kiedy widzą w nich źródło zarobku, sprzedają w momencie wygaśnięcia takich perspektyw. W omawianym przykładzie Grupy Kęty S.A. mamy do czynienia z firmą o dobrych wynikach finansowych. Jej przychody systematycznie rosną, rentowność operacyjna oraz rentowność netto utrzymują się na wysokim poziomie, firma wyraźnie akumuluje aktywa i zwiększa swoje rozmiary. Decyzja o kupowaniu jej akcji wydaje się być jak najbardziej racjonalna i normalna wydaje się, że w długim okresie popyt na jej akcje jest większy niż ich podaż. Teoria uczciwej gry Bacheliera wydaje się jak najbardziej dopasowana do tej sytuacji. Pozwala prognozować, że o ile na rynku nie nastąpi jakieś załamanie, to Grupa Kęty nadal będzie się rozwijać i jej akcje nadal będą niezłą lokatą kapitału.

Czy teoria „random walk” ma wobec tego jakieś praktyczne zastosowanie do sytuacji Grupy Kęty S.A.? Odpowiedź brzmi: to zależy od przyjętego okresu. Dane finansowe Grupy Kęty S.A. są tu przedstawione w cyklu kwartalnym dla okresu od pierwszego kwartału 2001 roku do czwartego kwartału 2007 roku. Ceny akcji podawane są na ostatni dzień „sesyjny” każdego kwartału. Między obserwacjami cen akcji mamy odstępy trzymiesięczne. Przedstawione tu dane nie pokazują zmian w czasie kwartału. Przyjrzymy się im bliżej, posługując się narzędziem wykresu analitycznego udostępnianym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie⁴¹. Przy jego pomocy zaobserwujemy zmiany cen kursu akcji Grupy Kęty w okresie od 30 września 2006 roku do 31 grudnia 2006 roku, kiedy w skali kwartału cena akcji wzrosła ze 183,30 zł na 198,00 zł. W dniu 2 października 2006 roku cena akcji wynosiła średnio 183,00 zł, 6 października było to 182,20 zł, 12 października 188,00 zł, 18 października 191,00 zł, podobnie 24 października, 30 października cena wzrosła do 195,00 zł, 6 i 10 listopada była na tym samym poziomie, 16 listopada spadła nagle do 179,00 zł, 22 listopada wzrosła do 186,50 zł, 28 listopada wzrosła znowu, do 191,50 zł, czwartego grudnia osiągnęła poziom 195,00 zł, 8 grudnia przekroczyła 200 zł kwotą 200,90 zł, czternastego grudnia wynosiła już 203 zł, 20 grudnia spadła do 198,00 zł, 28 grudnia osiągnęła 199,90 zł.

Te krótkookresowe wahania już nie układają się w taki wyraźny bachelierowski trend uczciwej gry rynku kapitałowego, jak zmiany kwartalne. Tu już nie widać racjonalności inwestorów opartej na obserwacji działalności firmy i jej efektywności ekonomicznej. Zmiany wydają się być zaskakujące. To jest właśnie „chochlik Kendalla” – Kendall analizował zmiany cen akcji tygodniowym cyklu obserwacji. Taki „chochlik” jest do zaakceptowania dla matematyka, którym był Kendall – określa się go eleganckim mianem „czynnika losowego” i chwilowo nie analizuje. Jednakowoż dla ekonomisty pojęcie takie jest raczej teoretycznym fortelem, niż rzeczywistym zrozumieniem zjawiska. Rynek kapitałowy istnieje od wieków, jego rozwój jest ściśle związany z rozwojem gospodarczym oraz z rozwojem korporacji jako instytucji. Tak

⁴¹ <http://www.gpw.pl/wykresy/wykres.asp?ticker=KTY>.

ważnych procesów rozwojowych nie da się zredukować do działania „chochlików”. Zresztą musi przecież istnieć jakiś mechanizm przełożenia zmian typu „random walk”, obserwowalnych dla Grupy Kęty w krótkich, kilkudniowych okresach w czasie czwartego kwartału 2006 roku, na długookresowy, racjonalny trend widoczny w ujęciu wieloletnim. Tu właśnie uwidacznia się znaczenie takich teorii, jak cytowana wcześniej teoria submartyngału E. Famy, która zmiany cen akcji odnosi do ogólnego czynnika dopływu informacji do uczestników rynku kapitałowego. Spróbujmy sprawdzić, czy ów czynnik nowych informacji pozwala wyjaśnić nagłe załamanie wzrostu cen akcji Grupy Kęty w ciągu pierwszych dwóch tygodni grudnia 2006 roku. Oficjalne informacje giełdowe na temat tej spółki w owym okresie – komunikaty spółki, raporty i rekomendacje analityków, transakcje akcjami spółki wykonywane przez dużych akcjonariuszy⁴² – wszystkie wydają się być optymistyczne. Jednakowoż tuż po pierwszym styczniu 2007 roku pojawiają się informacje bardziej pesymistyczne: gorsze od prognozowanych wyniki finansowe na zamknięciu IV kwartału 2006 roku, obniżona prognoza zysków na 2007 rok itp. Wniosek: informacje, które załamały wzrost kursu akcji spółki w grudniu 2006 roku dotarły przynajmniej do części inwestorów zanim zostały oficjalnie opublikowane. Musiały to być bądź to „szepty kuluarowe” bądź to wiele mówiące zachowania niektórych, lepiej poinformowanych inwestorów.

W tym właśnie punkcie widać, w jaki (nieco zaskakujący) sposób teoria submartyngału E. Famy wyjaśnia znaczenie ładu korporacyjnego spółek dla funkcjonowania rynku kapitałowego. Jeżeli działalność spółki jest całkowicie transparentna, wtedy wszyscy inwestorzy mają dostęp do wszystkich istotnych informacji i ceny akcji zmieniają się dokładnie według zasad „uczciwej gry” Bacheliera. W miarę, jak transparentność informacyjna spółki spada, zwiększa się znaczenie informacji poufnych, których posiadanie pozwala osiągnąć duże spekulacyjne zyski pod warunkiem, że inni inwestorzy nie mają tej samej wiedzy. Jeżeli rynek kapitałowy ma być wiarygodny i stosunkowo mało podatny na napady paniki inwestorów, ład korporacyjny powinien być jak najbardziej rygorystycznie przestrzegany.

W kontekście ładu korporacyjnego warto zwrócić uwagę na pewną interesującą informację zawartą w przedstawionych powyżej danych finansowych Grupy Kęty S.A. Na przełomie lat 2004–2005 wzrost cen akcji był chwilowo zaburzony, co widać było nawet w kwartalnym cyklu obserwacji. Jednocześnie wtedy firma umorzyła 575 117 akcji – a więc wycofała je z obrotu giełdowego – a następnie, w okresie świetnej koniunktury gospodarczej lat 2005–2006 nie emitowała kolejnych akcji. Będąc w dobrej kondycji finansowej, inwestując w nowe aktywa i działając w bardzo sprzyjającym otoczeniu makroekonomicznym, nie wykorzystywała oczywistych jak się wydaje możliwości czerpania kapitału z giełdy. Dlaczego? Problem ten odsyła do kolejnego istotnego aspektu działania korporacji, jakim jest mechanizm łączący rynek kapitałowy ściśle pojęty z procesami inwestycyjnymi wewnątrz firmy.

⁴² Analiza wykonana na podstawie materiałów archiwalnych dostępnych na www.bankier.pl.

2.4. Pozyskiwanie kapitału i decyzje inwestycyjne korporacji

Kapitał pozyskiwany na giełdzie jest wykorzystywany przez korporacje do inwestowania w nowe aktywa i tym samym służy do finansowania rozwoju. Powiązanie procesów inwestycyjnych w przedsiębiorstwach z funkcjonowaniem rynku kapitałowego jest ostatecznym probierzem określenia, czy rynek kapitałowy jest efektywny czy nie. Historia korporacji zna wiele przykładów działań o problematycznej efektywności, takich jak chociażby opisywane wcześniej zjawisko w osiemnastowiecznej Anglii, polegające na finansowaniu przez lata kapitałem akcjonariuszy prywatnych spółek zakupu obligacji rządowych, z których wpływy ze sprzedaży służyły Koronie Brytyjskiej do prowadzenia przegranych skądinąd wojen.

Postaramy się wyjaśnić procesy zachodzące na styku rynku kapitałowego i korporacji na przykładzie jednej z najbardziej znanych i rozpoznawalnych korporacji świata: IBM (International Business Machines). Na koniec 2007 roku łączna wartość aktywów IBM wyniosła 120 431 mln USD, zaś na koniec 2008 roku było to 109 524 mln USD. W okresie roku 2008 wartość aktywów firmy zmniejszyła się o 10,9 mln USD⁴³. Ponieważ aktywa muszą mieć swoje pokrycie w pasywach, o taką samą kwotę zmniejszyły się łączne zasoby kapitału, jakimi dysponuje, w różnej formie, firma IBM. W tym samym czasie przychody roczne firmy wzrosły z 98 786 mln USD do 103 630 mln USD, zysk operacyjny wzrósł z 13 516 mln USD do 15 938, zaś zysk netto wzrósł z 10 418 mln USD do 12 334 mln USD. Mamy więc do czynienia z sytuacją, w której kapitał wydaje się uciekać z firmy, która osiąga coraz lepsze wyniki finansowe.

Przyjrzyjmy się tej sytuacji szczegółowo, analizując strukturę zaobserwowanego zjawiska po obu stronach bilansu. Po stronie aktywów widać, że wartość aktywów bieżących (płynnych), będących odzwierciedleniem sposobu, w jaki firma prowadzi swoją działalność operacyjną spadła o 4173 mln USD, wartość środków trwałych netto (ang. *Plant, rental machines and other property — net*) spadła o 776 mln USD, zaś wartość aktywów finansowych – o 5958 mln USD. Po stronie pasywów wartość zobowiązań krótkoterminowych spadła o 1875 mln USD, zobowiązania długoterminowe zwiększyły swoją wartość o 4096 mln USD, natomiast kapitały własne (ang. *stockholders' equity*) straciły na wartości 15 005 mln USD. Przy wzroście przychodów ze sprzedaży spadek wartości aktywów bieżących należy postrzegać raczej za zwiększenie efektywności ekonomicznej biznesu poprzez lepsze zarządzanie kapitałem obrotowym, nie jest to ucieczka kapitału ściśle pojęta. Zmniejszenie wartości aktywów finansowych wzięło się z kolei głównie ze zmniejszenia wartości aktywów finansowanych z przedpłaconych składek zakładowego funduszu emerytalnego (ang. *prepaid pension assets*), częściowo skompensowanego przez znaczny wzrost wyceny tzw. goodwill, czyli z wyceny różnicy między osiąganymi zyskami a kosztem alternatywnym aktywów w postaci prawdopodobnych przychodów z ich sprzedaży

⁴³ Form 10-K. Annual Report for the Year Ended December 31, 2008, 1-2360 (Commission file number), International Business Machines Corporation.

oraz przez wzrost wartości odroczonego podatku dochodowego z tytułu odroczo-nych dochodów (te ostatnie ujęte są po stronie pasywów). W tym samym okresie, tj. na przestrzeni roku 2008 liczba akcji zwykłych spółki IBM w obrocie giełdowym zmniejszyła się o 46 milionów, z 1385 mln do 1339 mln (zmniejszeni wynikało ze skupu i umorzenia akcji przez samą spółkę), średnia cena rynkowa tych akcji spadła ze \$108,12 do \$84,17, co w efekcie spowodowało zmniejszenie kapitalizacji giełdowej spółki ze 149 744 mln USD do 112 698 mln USD. Z punktu widzenia procesów inwestycyjnych firma IBM dokonała inwestycji brutto w środki trwałe w wysokości 4537 mln USD, co przy amortyzacji wynoszącej 4140 mln USD dało inwestycję netto w wysokości 397 mln USD⁴⁴. Łączne nakłady gotówki na cele inwestycyjne w roku 2008 wyniosły 9285 mln USD, przy czym poza ww. nakładami inwestycyjnymi na środki trwałe pozostała część stanowiły wydatki na zakup papierów wartościowych (4590 mln USD) oraz wydatki związane z przejęciem piętnastu przedsiębiorstw zewnętrznych (6313 mln USD), częściowo skompensowane przez przychody ze sprzedaży papierów wartościowych (6100 mln USD). Wśród dokonanych w 2008 roku przejęć przedsiębiorstw największym co do wartości jest przejęcie spółki Cognos Inc., za kwotę 5021 mln USD, wyspecjalizowanej w dostarczaniu rozwiązań dla zarządzania złożonymi procesami biznesowymi.

Wszystkie te zaszczości o charakterze finansowym miały miejsce przy wyraźnym polepszeniu operacyjnej działalności firmy w 2008 roku: przychody wzrosły z 98 786 mn USD do 103 630 mln USD, a zysk operacyjny z 13 516 mln USD do 15 938 mln USD, dając tym samym zwiększenie rentowności operacyjnej z 13,7% do 15,4%, zysk netto wzrósł z 10 418 mln USD do 12 334 mln USD, co w konsekwencji dało wzrost rentowności netto z 10,5% do 11,9%.

Przytoczone powyżej skrócone informacje na temat firmy IBM skłaniają do zadania następujących pytań:

- a) Jakie znaczenie mają dla firmy IBM wzajemne proporcje między kapitałem własnym i długiem, po stronie pasywów?
- b) Jakie są wzajemne relacje między: efektywnością ekonomiczną operacyjnej działalności biznesowej IBM, jej decyzjami inwestycyjnymi i rynkiem kapitałowym?
- c) Czy w przypadku firmy IBM rynek kapitałowy działa efektywnie, tzn. czy firma dostaje z tego rynku tyle kapitału, ile powinna dostawać ze względu na swoją atrakcyjność dla inwestorów?

⁴⁴ Może pojawić się pytanie, jak to możliwe, że firma dokonała inwestycji netto, zwiększających wartość majątku trwałego o 397 mln USD, a jednocześnie wartość księgowa tychże środków trwałych spadła o ponad 700 mln USD. Kategoria bilansowa określana jako „środki trwałe” (ang. *Property, plant and equipment*) zawiera zarówno ściśle pojęte zaplecze wytwórcze, np. maszyny, jak i nieruchomości w postaci gruntów i budynków. Wartość nieruchomości w praktyce nie jest aktualizowana przez umorzenie wartości i amortyzację, lecz przez wycenę wg cen rynkowych. W omawianym okresie – w roku 2008 – ceny nieruchomości znacznie spadły, przez co spadła wartość księgowa tego składnika majątku trwałego firmy IBM.

Zajmijmy się najpierw zagadnieniem (a), czyli zależnością między kapitałem własnym a kapitałem dłużnym. Pierwotna konstrukcja prawna korporacji – czyli ta uformowana na przestrzeni XVII i XVIII wieku – zakładała oparcie finansowania przedsięwzięć na kapitale własnym; to kapitał zainwestowany: kontrakt łączący inwestora z przedsiębiorstwem jest bezterminowy, a jego ekonomicznym rdzeniem jest zarządzanie ryzykiem. Inwestor może zminimalizować ryzyko do wysokości kapitału zainwestowanego w akcje, jednak nie może tego ryzyka zniwelować. Po to, aby mieć wpływ na zarządzanie ryzykiem, inwestor ma wpływ na zarządzanie całą spółką i wpływ ten jest proporcjonalny do części kapitału własnego spółki, pochodzącej od danego inwestora.

Jedną z pośrednich korzyści, jakie spółka daje akcjonariuszowi, jest możliwość zaciągania przez nią, przy ograniczonym ryzyku ze strony akcjonariusza, pożyczek na sfinansowanie przedsięwzięć. To jest właśnie drugie źródło kapitału korporacji: kapitał dłużny. Wraz z zaciąganiem przez spółkę pożyczek, w jej relacjach z rynkiem kapitałowym pojawia się drugi, odmienny od inwestycyjnego typ kontraktu. Wierzyciel pożycza spółce swój kapitał na ściśle określony czas, w zamian za gwarantowane, nieobjęte ryzykiem inwestycyjnym oprocentowanie. Kiedy upłynie termin, na jaki kapitał został pożyczony, powinien on zostać w całości zwrócony. W czasie, kiedy spółka jest w posiadaniu pożyczonego kapitału, wierzyciel w zasadzie nie ma ściśle pojętej władzy w spółce, nawet jeżeli należna mu kwota jest bardzo duża. W zasadzie nie ma, gdyż jest od tej zasady wiele wyjątków. Opisywany przypadek spółki Belvedere i jej konfliktu z wierzycielami jest przykładem tego, w jaki sposób posiadanie wierzytelności wobec spółki może prowadzić do pośredniego wpływu na jej funkcjonowanie. W modelu ładu korporacyjnego określanym czasami jako „niemiecki” (ang. *stakeholder oriented corporate governance*) często banki będące dużymi wierzycielami danej spółki mają swoich przedstawicieli w jej radzie nadzorczej, a nawet bywają znaczącymi akcjonariuszami takiej spółki (Schmidt 2003⁴⁵). Począwszy od pierwszej połowy lat siedemdziesiątych XX wieku kapitał dłużny zaczął szybko zyskiwać na znaczeniu jako źródło finansowania korporacji. Istotną rolę miało tutaj dopuszczenie przez przepisy prawa emisji obligacji według uproszczonych procedur, przy podwyższonym ryzyku, tzw. *junk bonds*. Prawna możliwość emitowania takich obligacji otworzyła, jak się okazało, zupełnie nowe możliwości dla aktywnych giełdowych graczy. Wielu właścicieli kapitału pożyczało dużo i chętnie emitentom takich ryzykownych obligacji. Wtedy właśnie pojawił się fenomen „kapitalistów bez kapitału”, którzy zakładając niewielkie firmy inwestycyjne, emitowali następnie tego typu obligacje i budowali w szybkim tempie znaczącą bazę kapitałową, między innymi do finansowania przejęć innych spółek (Jensen 1989⁴⁶, 1993⁴⁷).

⁴⁵ R.H. Schmidt, *Corporate Governance in Germany...*

⁴⁶ M.C. Jensen, *Eclipse of Public Corporation*, „Harvard Business Review”, September–October 1989 (revised 1997).

⁴⁷ M.C. Jensen, *The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems*, „Journal of Finance”, July 1993, s. 831–880 (revised 1999).

Wzajemne proporcje między kapitałem dłużnym, a kapitałem własnym mają istotne znaczenie dla ładu korporacyjnego. Posiadacze akcji wchodzących w skład kapitału własnego sprawują bezpośrednio władzę w spółce, poprzez Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy. Wierzyciele takiej bezpośredniej władzy nie wykonują. Im znaczniejszy jest udział kapitału własnego w pasywach spółki, tym bardziej klarowne są mechanizmy władzy i podejmowania decyzji, a jednocześnie tym bardziej jednoznaczne jest powiązanie procesów pozyskiwania kapitału przez spółkę z ryzykiem, jakie spółka ta podejmuje w swoich przedsięwzięciach. Baza kapitałowa złożona z kapitału własnego jest też stosunkowo stabilna: do czasu umorzenia akcji ich posiadacze są związani bezterminowym kontraktem ze spółką. Z kolei stosunkowo duży udział kapitału dłużnego w pasywach spółki powoduje, że stosunkowo mniej klarowne są reguły sprawowania władzy w spółce, mniej jasne powiązanie procesów pozyskiwania kapitału z pozyskiwanym ryzykiem, a baza kapitałowa spółki staje się bardziej płynna i niepewna.

W omawianym przypadku firmy IBM praktyczne znaczenie kapitału dłużnego jest bardzo duże. W zależności od tego, jak określać rozmiary długu, w 2008 roku aktywa IBM były finansowane długiem w proporcji od 31% do 88% i rozmiary długu były większe od rozmiarów kapitału własnego od 2,52 razy do 7,13 razy. Skąd te rozbieżności? Otóż według raportu rocznego firmy IBM za 2008 rok całkowita wartość długu (ang. *Total debt*) na dzień 31 grudnia 2008 wynosiła 33 926 mln USD. W zasadzie nie byłoby powodu w jakikolwiek sposób kontestować tej informacji, gdyby nie fakt że deklarowana wartość kapitału własnego na koniec 2008 roku (13 465 mln USD) wraz z ww. całkowitą wartością długu pokrywają zaledwie 43% wartości aktywów. Jak w takim razie zakwalifikować pozostałą część pasywów spółki? Rygorystyczne podejście do tego zagadnienia jest takie, że wszystko, co z całą pewnością nie jest kapitałem własnym, musi być uznane za dług. Taki pogląd prezentował m.in. najbardziej chyba znany adwokat swobody obrotu na rynkach kapitałowych – Merton Miller (Modigliani, Miller 1958⁴⁸; Miller 1977⁴⁹, 1986⁵⁰, 1993⁵¹, 1999⁵²). Przy takim ujęciu w firmie IBM cała wartość aktywów, która nie jest pokryta kapitałem własnym (96 059 mln USD na koniec 2008), jest długiem. Z kolei dosłowna analiza przytoczonej tu sprawozdawczości finansowej firmy IBM wskazuje, iż część kapitału spółki może mieć charakter mieszany, łącząc w sobie elementy długu i kapitału własnego. Przy takim ujęciu ów mieszany kapitał stanowi lwią część wartości aktywów spółki: 57%,

⁴⁸ F. Modigliani, M.H. Miller, *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, „The American Economic Review”, June 1958, No. 48, s. 261–297.

⁴⁹ M.H. Miller, *Debt and Taxes*, „The Journal of Finance” 1977, Vol. 32, No. 2, s. 261–275.

⁵⁰ M.H. Miller, *Behavioral Rationality in Finance: The Case of Dividends*, „The Journal of Business” 1986, Vol. 59, No. 4, Part 2: *The Behavioral Foundations of Economic Theory*, s. S451–S468.

⁵¹ M.H. Miller, *The History of Finance. An eyewitness account*, „The Journal of Portfolio Management”, Summer 1999, s. 95–101.

⁵² M.H. Miller, *Is American Corporate Governance Fatally Flawed?*, „Journal of Applied Corporate Finance”, Winter 1994, Vol. 6, No. 4, s. 32–39.

czyli 62 133 mln USD. Spór nie jest czysto akademicki: kwota ta stanowi ponad czterokrotność wartości nominalnej kapitału własnego. Kontrakty, na których podstawie został on spółce powierzony mogą dawać ogromny wpływ na jej faktyczne funkcjonowanie. Łączą się z władzą, z zarządzaniem ryzykiem i z płynnością finansową spółki. Przypomnijmy: chodzi o kwotę ponad siedmiokrotnie wyższą od deficytu budżetu Rzeczypospolitej Polskiej w roku 2008. W kwocie tej największą i najszybciej rosnącą część stanowią dwa rodzaje zobowiązań spółki: 1) zobowiązania wobec pracowników z tytułu składek wpłaconych na firmowy fundusz emerytalny oraz 2) odroczone (na różny termin) dochody z tytułu przyszłych, nieskonsumowanych jeszcze transakcji. W dalszej kolejności, jeżeli chodzi o wielkość kwot, znajdują się: zobowiązania wobec pracowników z tytułu wynagrodzeń i świadczeń dodatkowych, zobowiązania operacyjne oraz tzw. inne zobowiązania. Do tych ostatnich zaliczają się różnego typu drobne (oczywiście drobne w relacji do sumy bilansowej IBM!) zobowiązania o charakterze administracyjnym: opłaty ekologiczne, niewypłacone wynagrodzenia kadry kierowniczej, odprawy pracownicze itp.

Funkcjonowanie korporacji i rynku kapitałowego zależy w dużej mierze od tego, przez jakie kontrakty i jakie papiery wartościowe pozyskiwany jest kapitał. Mogą to być doskonałe kontrakty inwestycyjne, takie jak między akcjonariuszem a spółką. Na drugim biegunie są doskonałe kontrakty obligacyjne, będące podstawą zaciągania „typowych” długów. Są wreszcie kontrakty niejednoznaczne, mieszane, dające w efekcie mieszaninę relacji inwestycyjnych z relacjami „wierzyciel <> dłużnik”. Owe „mieszane kontrakty”, dostarczające największą część pasywów spółki, to zobowiązania o takim charakterze, że ani nie dają żadnym konkretnym podmiotom władzy w postaci wpływu na działanie spółki (jak to jest w przypadku typowych kontraktów inwestycyjnych), ani nie gwarantują stałego procentu od kapitału, jak w przypadku typowego długu korporacyjnego. Jest to w gruncie rzeczy kapitał darmowy i jednocześnie kapitał, nad którym faktyczną władzę sprawuje kadra menedżerska spółki.

Przejdźmy do kolejnego zagadnienia, tj. do wzajemnych relacji między: efektywnością ekonomiczną operacyjnej działalności biznesowej IBM, jej decyzjami inwestycyjnymi i rynkiem kapitałowym. Przy stosunkowo wysokiej i rosnącej efektywności ekonomicznej swego biznesu, co jest szczególnie istotne w okresie globalnego kryzysu gospodarczego, w obrębie działalności inwestycyjnej IBM odnotowuje stosunkowo większe przepływy gotówki w zakresie aktywów finansowych niż w zakresie finansowania środków trwałych. W 2008 roku firma IBM zainwestowała 4171 mln USD w środki trwałe, uzyskała 350 mln USD ze sprzedaży środków trwałych i wydała 716 mln USD na oprogramowanie. Łączna wartość tych przepływów gotówki, sumując wydatki i wpływy, wyniosła 5237 mln USD. W tym samym roku firma wydała 4590 mln USD na zakup papierów wartościowych, uzyskała 6100 mln USD ze sprzedaży papierów wartościowych, uzyskała 71 mln ze sprzedaży przedsiębiorstw⁵³ i wy-

⁵³ Owa sprzedaż przedsiębiorstw (ang. *Divestiture*) polegała na sprzedaży firmie Geodis zasobów, aktywów i kontraktów związanych z operacjami logistycznymi w ramach korporacji IBM. W ramach transakcji IBM podpisała z Geodis kontrakt outsourcingowy na obsługę logistyczną.

dała 6313 mln USD na przejęcia przedsiębiorstw. Łączna wartość tych przepływów wyniosła 12 484 mln USD.

Reasumując o wiele więcej „działo się” w zakresie kupna i sprzedaży aktywów finansowych – papierów wartościowych oraz pakietów kontrolnych akcji w całych przedsiębiorstwach – niż w zakresie bezpośredniego kupna i sprzedaży zasobów specyficznych, takich jak maszyny, urządzenia i oprogramowanie, istotnych dla budowania przewagi komparatywnej firmy. Można zawsze podnieść zastrzeżenie, że inwestując w przejęcia nowych firm, IBM zamierza osiągać korzyści skali oraz synergie z już posiadanymi zasobami specyficznymi. Z drugiej jednak strony badania rzeczowych efektów ekonomicznych fuzji i przejęć wskazują, że mniej więcej połowa takich połączeń firm nie przynosi oczekiwanych rezultatów, a w przypadku fuzji i przejęć transgranicznych odsetek niepowodzeń wzrasta nawet do 70% (Capron 1999⁵⁴). Przejęcia przedsiębiorstw należy więc traktować *a priori* jako inwestycje w niespecyficzne aktywa finansowe, a dopiero później, po ewentualnym odnotowaniu faktycznych korzyści ekonomicznych w obrębie działalności operacyjnej, jeżeli korzyści te można jednoznacznie przypisać efektom przejęć, można te ostatnie zakwalifikować jako inwestycje w zasoby specyficzne i rozwijanie przewagi komparatywnej.

Kiedy mowa o przewadze komparatywnej, warto bliżej przyjrzeć się wycenie składnika goodwill po aktywnej stronie bilansu IBM. Jak wspomniano wcześniej, goodwill to miara różnicy między sumą rynkowej wartości poszczególnych aktywów firmy, gdyby chciał je sprzedawać „na sztuki”, a korzyściami ekonomicznymi osiąganymi dzięki łącznej eksploatacji tych aktywów jako wiązki zasobów specyficznych, dających określoną przewagę komparatywną. Według treści Noty L do skonsolidowanego sprawozdania finansowego, na stronie 90. raportu rocznego za rok 2008, w skład wyceny goodwill w firmie IBM wchodziły cztery składniki:

- a) Globalne Usługi Biznesowe (ang. Global Business Services), których wycena na dzień pierwszy stycznia 2008 roku wynosiła 4041 mln USD, zaś na dzień 31 grudnia 2008 roku 3870 mln USD;
- b) Globalne Usługi Technologiczne (ang. Global Technology Services), gdzie wycena na przestrzeni roku 2008 zmieniła się z 2914 mln USD na 2616 mln USD;
- c) Oprogramowanie (ang. Software), o wycenie 6846 mln USD na początku 2008 roku i 10 966 mln USD na koniec roku;
- d) Systemy i Technologia (ang. Systems and Technology), wycenione na 484 mln USD na początku roku oraz na 772 mln USD na koniec roku;

Jak widać z powyższego wzrost wyceny goodwill wiązał się z wyraźną zmianą struktury przewagi komparatywnej, w postaci koncentracji na oprogramowaniu jako na rdzeniu tejże przewagi.

Osiągając dobre wyniki finansowe i generując spory zysk netto, firma IBM zmienia swoje priorytety i zaczyna koncentrować się na oprogramowaniu. Strumień gotówki generowany przez działalność operacyjną oraz przez zwiększone zadłużenie

⁵⁴ L. Capron, *The Long Term Performance of Horizontal Acquisitions*, „Strategic Management Journal” 1999, No. 20, s. 987–1018.

firma poświęca raczej na operacje w zakresie aktywów finansowych, niż na operacje w zakresie zasobów specyficznych. To kolejna ważna cecha procesów zachodzących na styku korporacji i rynku kapitałowego, specyficzna dla korporacji właśnie. Mała firma generuje strumień gotówki na tyle niewielki, że starcza on co najwyżej na zaspokojenie koniecznych potrzeb inwestycyjnych w postaci odtworzenia wartości zaplecza wytwórczego oraz na zaspokojenie oczekiwań swych właścicieli pod względem podziału zysku. Korporacja, przez dostęp do rynku kapitałowego i możliwość szybkiego zadłużania się na duże sumy, inwestuje także w aktywa finansowe, które z czasem akumulują się. Ich dalsza odsprzedaż generuje dodatkowy strumień gotówki, co pozwala na jeszcze większe inwestycje itd. Fundamentalna struktura decyzji inwestycyjnych korporacji jest właśnie taka: podział strumienia nakładów między, z jednej strony, zasoby specyficzne ściśle pojęte, związane z budowaniem przewagi komparatywnej oraz z drugiej – aktywa finansowe o różnym stopniu specyficzności.

Działalność każdego przedsiębiorstwa, nie tylko korporacji, wiąże się z inwestycjami. Długofalową skuteczność decyzji ekonomicznych podejmowanych w przedsiębiorstwie ocenia się przede wszystkim według stopy zwrotu z tych inwestycji. W celu osiągnięcia optymalnego zwrotu ze specyficznych zasobów potrzebne są jednak inne, komplementarne zasoby specyficzne. Optymalne decyzje inwestycyjne są wtedy, kiedy inwestycje tworzą strategiczny konglomerat, złożony z przedsięwzięć wzajemnie się uzupełniających, np. kiedy inwestujące firmy są połączone wspólnym łańcuchem dostaw lub kiedy jednostki biznesowe w ramach jednej firmy są wzajemnie komplementarne pod względem technologicznym lub strategicznym. Inwestycja ma tym większe szanse na realizację, im większą ilość inwestycji i/lub zasobów komplementarnych dostrzegają potencjalni inwestorzy i *vice versa*. Dlatego w firmach silnie zdwersyfikowanych oraz na rynkach o słabo rozwiniętych relacjach kooperacyjnych między przedsiębiorstwami można zauważyć niedoinwestowanie (Opolski, Waśniewski, Wereda 2008⁵⁵).

2.5. Efektywny rynek kapitałowy i teoria q Jamesa Tobina

Przejdźmy teraz do ostatniego zagadnienia, czyli do efektywności ekonomicznej relacji między korporacją a rynkiem kapitałowym. Interakcje firmy IBM z rynkiem kapitałowym w 2008 roku można streścić następująco: zmniejszyły się kapitały własne firmy i straciły relatywnie na znaczeniu względem finansowania długiem oraz kontraktami mieszanymi dłužno-inwestycyjnymi, jednocześnie spadła wartość giełdowa firmy, na skutek zarówno skupu akcji przez spółkę jak i spadku ceny tych akcji. Spadek ceny akcji związany był, jak się wydaje, z globalnym kryzysem finansowym, jednak w kontekście tego samego kryzysu firmie udało się pozyczyć więcej kapitału niż wcześniej.

⁵⁵ K. Opolski, K. Waśniewski, M. Wereda, *Audyt strategiczny jako szansa na poprawę pozycji rynkowej firmy*, Warszawa 2008.

Tego typu złożone zjawiska zachodzące na styku przedsiębiorstwa i rynku kapitałowego stara się wyjaśnić teoria q , sformułowana przez Jamesa Tobina (Tobin 1961⁵⁶, 1969⁵⁷, 1971⁵⁸) i rozwinięta przez niego we współpracy z innymi uczonymi, Williamem Brainardem (np. Tobin, Brainard 1968⁵⁹, 1977⁶⁰; Backus, Brainard, Smith, Tobin 1980⁶¹; Brainard, Shapiro, Shoven 1990⁶²) jest behawioralną teorią inwestowania, pierwotnie pomyślaną jako krytyczne rozwinięcie makroekonomicznej teorii Keynesa. Jej celem jest wyjaśnienie, w jaki sposób zachowania inwestycyjne na poziomie mikroekonomicznym wpływają na rynki i gospodarkę na poziomie makroekonomicznym. Powołanie tu tej teorii wynika z dwóch faktów. Po pierwsze, uznaje ona ryzyko i jego postrzeganie za ważny czynnik zachowań inwestycyjnych. Po drugie zakłada *explicite*, że kapitał raz zainwestowany w przedsiębiorstwie jest transformowany w zasoby specyficzne o zróżnicowanych cechach oraz że funkcjonowanie całych rynków kapitałowych polega właśnie na transformacji pieniądza w zasoby specyficzne o stosunkowo niskim koszcie alternatywnym⁶³. Właśnie to założenie, o rozróżnieniu kapitału fizycznego od wiązki tytułów prawnych do składników tego kapitału, jest podstawą teorii Tobina.

James Tobin był krytykiem czysto „technicznego” pojmowania rynków finansowych. Dowodził on, że tzw. stopa dyskontowa, stosowana we wzorach zdyskontowanej wartości netto, jest w rzeczywistości wartością teoretyczną i empirycznie nieobserwowalną. Podstawianie zamiast niej do wzorów dyskontujących stopy procentowej dla lokat bankowych albo stopy oprocentowania obligacji skarbowych Tobin uważał za nieporozumienie. Twierdził, że jakkolwiek inwestor – indywidualny bądź instytucjonalny – może wejść w posiadanie jakichkolwiek zasobów na dwa sposoby: poprzez konstrukcję od podstaw albo poprzez kupno. Dla każdego zasobu można więc wyliczyć dwie wartości: odtworzeniową i rynkową. Obserwacje

⁵⁶ J. Tobin, *Money, Capital and Other Stores of Value*, „American Economic Review”, May 1961, No. 51, s. 26–37.

⁵⁷ J. Tobin, *A General Equilibrium Approach to Monetary Theory*, „Journal of Money, Credit and Banking”, February 1969, No. 1, s. 15–29.

⁵⁸ J. Tobin, *Essays in Economics*, vol. 1: “Macroeconomics”, Amsterdam 1971.

⁵⁹ J. Tobin, W.C. Brainard, *Pitfalls in Financial Model Building*, „American Economic Review”, May 1968, No. 58, s. 99–122; w modelu prezentowanym w tym artykule wskaźnik wartości rynkowej aktywów, zwykle symbolizowany przez Tobina jako „ q ”, jest prezentowany jako „ p ” (uwaga autora pracy).

⁶⁰ J. Tobin, W.C. Brainard, *Asset Markets and the Cost of Capital*, „Cowles Foundation Paper”, No. 440, reprinted from: *Private Values and Public Policy. Essays in Honor of William Fellner*, North – Holland, 1977.

⁶¹ D. Backus, W.C. Brainard, G. Smith, J. Tobin, *A Model of U.S. Financial and Nonfinancial Economic Behavior*, „Journal of Money, Credit and Banking” 1980.

⁶² W.C. Brainard, M.D. Shapiro, J.B. Shoven, *Fundamental Value and Market Value*, „National Bureau of Economic Research Working Paper”, September 1990, No. 3452.

⁶³ Analiza koncepcji Tobina wskazuje, że używany przez niego zwrot „capital goods” jest znaczeniowo bliższy polskim pojęciom: „aktywa” lub „zasoby”, niż pojęciu kapitału w znaczeniu ścisłym.

empiryczne wskazują, że dla dowolnego zbioru (typu) zasobów te dwie wartości są w długim okresie współzmiennie w czasie, jednak wartość rynkowa jest bardziej niestabilna niż wartość odtworzeniowa. Niestabilność ta jest głównym bodźcem skłaniającym uczestników rynku do wchodzenia w posiadanie zasobów: w pewnych okresach można te zasoby dalej odsprzedać po wyjątkowo korzystnej cenie, dzięki chwilowo dużej dodatniej różnicy między wartością rynkową, a odtworzeniową.

Tobin zakładał dalej, że największym i najważniejszym dla rozwiniętej gospodarki rynkiem jest rynek papierów wartościowych. Na rynku tym można wyróżnić dwa główne typy tytułów prawnych do zasobów przedsiębiorstw: a) papiery dłużne, b) akcje. Każdy z nich wiąże się z innym typem ryzyka. Wartość rynkowa akcji zależy głównie od zdarzeń zachodzących po realnej stronie gospodarki, podczas gdy ryzyko związane z obligacjami to przede wszystkim ryzyko czysto finansowe, uzależnione od inflacji i stóp procentowych. W ramach każdego z tych dwóch typów, każdy emitent papierów wartościowych oraz każda ich seria niesie ze sobą specyficzne ryzyko. Inwestorzy oczekują takiej stopy zwrotu ze swej inwestycji, która skompensowałaby owo ryzyko. Jednocześnie dokonują wyboru inwestycji (zasobów, w które inwestują) w funkcji ryzyka⁶⁴.

Stosunek wartości rynkowej zasobu do jego wartości odtworzeniowej to tzw. wskaźnik q . Od strony czysto arytmetycznej jest on obliczany następująco: $q = (\text{wartość akcji w obrocie} + \text{zobowiązania finansowe}) / \text{wartość księgowa aktywów}$ ⁶⁵. W ujęciu statycznym, jako wartość średnia⁶⁶, q jest miarą: a) wartości dla akcjonariuszy, b) przyszłych zysków oczekiwanych przez akcjonariuszy, c) pośrednią miarą stopy zwrotu z kapitału i ryzyka związanego z odpowiednią inwestycją. W ujęciu dynamicznym, jako wartość krańcowa, q jest miarą kreacji wartości dla akcjonariuszy

⁶⁴ W tym punkcie swej teorii Tobin krytykował teorię zarządzania portfelem, w której zakłada się istnienie pewnego teoretycznego zasobu pozbawionego ryzyka oraz losowy rozkład ryzyka i stóp zwrotu w rozważanym zbiorze zasobów. Tobin twierdził, że jedno i drugie założenie jest nierealistycznym uproszczeniem, odnosząc się do takich publikacji, jak: J.H. Lintner, *The Evaluation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets*, „Review of Economics and Statistics”, February 1965, No. 47, s. 13–37 albo W.F. Sharpe, *Capital Asset Prices: A Series of Market Equilibrium Under Conditions of Risk*, „Journal of Finance”, September 1964, No. 19, pp. 425–442.

⁶⁵ W sytuacji idealnej powinno się odrębnie obliczać wartość akcji zwykłych, a odrębnie wartość akcji uprzywilejowanych w transakcjach, których były przedmiotem. Wartość tych ostatnich jest jednak stosunkowo trudna do obliczenia – dane o wycenie akcji w poszczególnych transakcjach giełdowych są poufne. Poza tym akcje uprzywilejowane stosunkowo rzadko są przedmiotem rzeczywistego obrotu, gdyż służą do zachowania władzy w spółce. Wyjątkiem są fuzje i przejęcia spółek, podczas których właśnie akcje uprzywilejowane są najważniejszym elementem przekazywanych pakietów.

⁶⁶ W teorii Tobina rynki zmieniają się tak szybko, że chwilowa wartość q może zmieniać się nawet w ciągu godzin podczas sesji giełdowej. W związku z tym każda wartość q wyliczona na podstawie dostępnych danych statystycznych jest wartością średnią, gdyż opiera się na uśrednionych (lub wyekstrapolowanych) dla danego okresu składnikach licznika oraz mianownika.

oraz zmian rozmiarów ryzyka związanego z odpowiednimi inwestycjami.

Jako miara wartości dla akcjonariuszy q informuje, o ile wyżej rynek kapitałowy wartościuje przedsiębiorstwo jako wiązkę zasobów od kosztu wytworzenia tych zasobów. Wartościowanie to bierze się zarówno z estymacji przyszłego strumienia zysków firmy, jak i z estymacji prawdopodobnej ceny, po jakiej można sprzedać odpowiednie tytuły prawne do tych zasobów (akcje lub papiery dłużne). Odnośnie pomiaru zwrotu z kapitału i ryzyka Tobin zakładał, że iloraz „wartość rynkowa zasobu/wartość odtworzeniowa zasobu” jest równy ilorazowi „rzeczywista stopa zwrotu z kapitału⁶⁷/teoretyczna minimalna stopa zwrotu wymagana dla inwestycji o zerowym ryzyku⁶⁸”. W związku z tym q wskazuje, jaki poziom ryzyka można akceptować w przypadku inwestycji o określonej średniej wartości q .

Interpretacja q krańcowego (a więc zmian średniego q w czasie) zakłada się, że podstawowym celem dla kadry zarządzającej przedsiębiorstwem jest maksymalizacja wartości dla akcjonariuszy, to każda kolejna inwestycja powinna zarówno sama w sobie być wartościowana przez rynek powyżej swej wartości odtworzeniowej, jak i przynosić co najmniej utrzymanie wartości całej firmy dla akcjonariuszy. Wzrost q w czasie należy interpretować jako zwiększenie wartości dla akcjonariuszy oraz zwiększenie stopy zwrotu z kapitału osiąganej w przedsiębiorstwie, zaś zmniejszenie q czasie odpowiednio odwrotnie. Na wartość krańcową q silny wpływ mogą mieć zmiany technologiczne (wypieranie starych technologii przez nowe powoduje przyspieszoną utratę wartości rynkowej przez jedne zasoby na rzecz innych), a jednocześnie krańcowa wartość q jest bodźcem dla dalszych inwestycji (inwestycje są dokonywane przy założeniu, że ich q będzie większe od 1). Wizja przedsiębiorstwa w teorii q wydaje się być zbieżna z teorią agencji. Po pierwsze, przedsiębiorstwo jest tu traktowane jedynie jako pośrednik właścicieli kapitału w pozyskiwaniu aktywów. Po drugie Tobin przyjmuje niemal aksjomatycznie to samo założenie, które stosowali Jensen i Meckling o dualnej strukturze kapitałów przedsiębiorstw, tj. o pozyskiwaniu przez nie kapitału dłużnego na równi z kapitałem akcyjnym.

We współczesnych badaniach ekonomicznych wskaźnik q Tobina jest stosunkowo często stosowany jako miara wartości firmy dla akcjonariuszy (np. Gaudet, Lasserre, Ngo Van Long 1995⁶⁹; Chan 2001; Coad, Rao 2006⁷⁰; Chirinko

⁶⁷ James Tobin uważał, że rzeczywista stopa zwrotu z kapitału zawiera tak wiele różnych składników i jej obliczenie jest tak silnie uwarunkowane założeniami (np. odnośnie inflacji), że jest ona nieobserwowalna, podobnie jako stopa dyskontowa strumienia pieniężnego.

⁶⁸ Dla Tobina taka właśnie minimalna teoretyczna stopa zwrotu dla inwestycji wolnych od ryzyka jest równa stopie dyskontowej stosowanej we wzorach na zdyskontowaną wartość netto.

⁶⁹ G. Gaudet, P. Lasserre, Ngo Van Long, *Real Investment Decisions Under Information Constraints*, CIRANO (Centre Interuniversitaire de Recherche en Analyse des Organisations), Serie Scientifique, Scientific Series, 95s–33, Montreal, Juillet 1995.

⁷⁰ A. Coad, R. Rao, *Innovation and Market Value: A Quantile Regression Analysis*, „Economics Bulletin” 2006, Vol. 15, No. 13, s. 1–10.

1993⁷¹), także w kontekście wpływu, jaki na wartość tą ma ład korporacyjny spółki (np. Yermack 1996⁷²; Eisenberg, Sundgren, Wells 1998⁷³; Tsui, Jaggi, Gul 2001⁷⁴). Jednocześnie dyskusyjna jest teza, że wskaźnika q odzwierciedla przyszłe zyski firmy; ma ona zarówno swoich zwolenników (Chirinko 1993⁷⁵; Lorenzoni, Valentin 2007⁷⁶), jak i przeciwników (np. Bond, Klemm, Newton-Smith, Syed, Vlieghe 2004⁷⁷).

Warto tu przeanalizować znaczenie wskaźnika q Tobina. James Tobin definiował go jako sumę: wartości giełdowej akcji zwykłych, wartości giełdowej akcji uprzywilejowanych oraz łącznego zadłużenia firmy. Jednocześnie przyznawał, że policzenie w rzetelny sposób wartości giełdowej akcji uprzywilejowanych jest prawie niewykonalne. Akcje takie są sprzedawane całymi pakietami, które z kolei pozwalają sprawować skutecznie władzę w spółce. Transakcje te mają najczęściej formę złożonych kontraktów objętych klauzulami poufności.

W uproszczonej formie wskaźnik q Tobina oblicza się jako sumę wartości giełdowej akcji (bez czynnika uprzywilejowania) oraz zadłużenia firmy. Wartość giełdowa akcji to iloczyn ich liczby przez kurs średni obliczany dla danego okresu. Zadłużenie, zgodnie z metodologią Tobina, oblicza się jako rezydualną wartość aktywów firmy po odjęciu kapitałów własnych. W rachunkowości ta część wskaźnika q Tobina znana jest jako wskaźnik dźwigni finansowej. Podsumowując, wskaźnik q Tobina obliczamy według następującej formuły.

Równanie 1

$$q = \frac{n \times p + a - k}{a}$$

– gdzie q jest wartością wskaźnika q Tobina, n – to liczba akcji notowanych na giełdzie, p to ich średnia cena dla danego okresu, a – to wartość księgowa aktywów, k – to wartość kapitałów własnych.

Jeżeli przyrzeć się formule q , widzimy jedną zmienną, której wartość jest o wiele mniej stabilna w czasie od pozostałych – chodzi o kurs akcji (p). Liczba akcji w obrocie, wartość aktywów oraz wartość kapitałów własnych ulegają zmianie bądź

⁷¹ R. Chirinko, *Business Fixed Investment Spending: Modeling Strategies, Empirical Results, and Policy Implications*, „Journal of Economic Literature” 1993, Vol. 31, s. 1875–1911.

⁷² D. Yermack, *Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors*, „Journal of Financial Economics” 1996, No. 40, s. 185–211.

⁷³ T. Eisenberg, S. Sundgren, T.W. Wells, *Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms*, „Journal of Financial Economics” 1998, No. 48, s. 35–54.

⁷⁴ J.S.L. Tsui, B. Jaggi, F.A. Gul, *CEO Domination, Growth Opportunities, and Their Impact on Audit Fees*, „Journal of Accounting, Auditing and Finance” 2001, No. 16, s. 189–208.

⁷⁵ R. Chirinko, *Business Fixed Investment Spending...*, s. 1875–1911.

⁷⁶ G. Lorenzoni, K. Walentin, *Financial Frictions, Investment and Tobin's q* , NBER Working Paper Series, Working Paper 13092, May 2007.

⁷⁷ S. Bond, A. Klemm, R. Newton-Smith, M. Syed, G. Vlieghe, *The Roles of Expected Profitability, Tobin's Q and Cash Flow in Econometric Models of Company Investment*, The Institute For Fiscal Studies, 2004, Working Papers, No. WP04/12.

to rzadko (liczba akcji, wartość kapitałów własnych), bądź to w sposób stopniowy (wartość księgowa aktywów). Z kolei cena akcji może ulegać zmianie nawet kilkadziesiąt razy w ciągu dnia. Jednocześnie wśród transakcji dokonywanych akcjami w danym okresie czasu są te wykonywane po kursie dnia oraz te wykonywane po kursie z góry ustalonym. Jeżeli oblicza się wartość q w oparciu o statystyki giełdowe, podany tam kurs jest zawsze kursem średnim dla jakiegoś zbioru transakcji. Tu pojawia się pierwsze istotne założenie związane z obliczaniem q : jeżeli do równania q wstawiamy średnią, implikujemy jej reprezentatywność dla całego zbioru. W ten sposób przyjmujemy a priori, że rozkład empiryczny cen w tymże zbiorze to rozkład co najmniej tak skupiony wokół średniej jak rozkład normalny. W konsekwencji zakładamy, że przedział wartości, w jakim mieści się ów empiryczny rozkład cen ma szerokość odpowiadającą co najwyżej martyngałowi ceny. Oznacza to z kolei założenie, że zmiany cen w czasie mają charakter procesu stochastycznego albo substochastycznego. Wydaje się więc, że formuła q jest związana z omawianą wcześniej w niniejszej pracy teorią submartyngału cen E. Famy.

Formułę q można rozbić na dwa ułamki:

Równanie 2

$$q = \frac{n \times p}{a} + \frac{a - k}{a}$$

Przy takim zapisie widać, że pierwszy ułamek, reprezentujący wartość firmy na rynku akcji, może teoretycznie przybierać wartości od zera do nieskończoności (oczywiście w praktyce rynek giełdowy narzuca wyraźną górną granicę). Jest to wartość wypadkowa. Drugi ułamek, odpowiadający wartości firmy na rynku kapitału dłużnego ma wyraźnie określony przedział wartości, tzn. musi być większy od zera i mniejszy od 1 – jest on zatem wartością rezydualną. Obliczanie wartości q jest czymś, co Anglosasi czasami określają złośliwie jako „dodawanie jabłek do pomarańczy”. Aby była wiarygodna, wymaga solidnych założeń ekonomicznych i gruntownego zrozumienia zjawisk, które kryją się za zmianami wartości q , czyli za q krańcowym, dla Jamesa Tobina bardziej doniosłym teoretycznie niż q średni.

Krańcowy q można interpretować z punktu widzenia pasywów firmy albo jej aktywów. Z punktu widzenia pasywnej strony bilansu różny od zera krańcowy q oznacza, że z czysto finansowego punktu widzenia zaszło co najmniej jedno z następujących zjawisk: a) zmienił się stan zadłużenia firmy, tj. spłaciła ona część swoich zobowiązań albo zaciągnęła nowe b) firma wyemitowała nową serię akcji albo umorzyła pewną liczbę akcji znajdujących się dotychczas w obrocie c) zmieniła się cena średnia akcji wyliczana na określonego zbioru transakcji. Zauważmy, że o ile zjawiska (a) oraz (b) wiążą się z przepływem gotówki w bilansie firmy, o tyle zjawisko (c) już nie.

Tymczasem to właśnie zjawisko (c) jest najbardziej zmienne i turbulentne. Jeżeli natomiast krańcowy q dąży do zera, to może oznaczać, po pasywnej stronie bilansu firmy, ŁĄCZNE występowanie dwóch zjawisk. Pierwszym z nich jest „zamrożenie” inwestycyjnych przepływów gotówki między firmą a jej otoczeniem: żadnych nowych długów, żadnego spłacania starych długów, żadnych zmian w księdze akcyjnej. Drugie

to względnie nieruchoma cena akcji. O ile pierwsza sytuacja jest dość prawdopodobna, o tyle druga już mniej. Jeżeli na krańcowy q spojrzeć od strony decyzji inwestycyjnych przedsiębiorstwa, a więc od strony aktywnej strony bilansu, to różny od zera krańcowy q oznacza bądź to dokonanie nowych inwestycji, bądź sprzedaż aktywów. Agregując oba rodzaje zmian (pasywne i aktywne), krańcowy q jest kombinacją bardzo wielu zjawisk, różnych jakościowo, choć wzajemnie związanych funkcjonalnie. „Dodawanie jabłek do pomarańczy” we wskaźniku q ma zatem taki sens, aby w jednej zmiennej uchwycić całą tę różnorodność dynamicznych procesów zachodzących na styku przedsiębiorstwa i jego otoczenia.

Interpretacja wskaźnika q zależy od przyjętej teorii rynku kapitałowego. Jeżeli zakładamy funkcjonowanie w pełni efektywnego rynku kapitałowego, q krańcowy interpretuje się jako zmianę względnej atrakcyjności inwestycyjnej poszczególnych firm postrzeganych jako wiązki zasobów specyficznych. Atrakcyjność ta opiera się na antycypacji przyszłego strumienia wypłat z eksploatacji zasobów specyficznych. Jeżeli natomiast przyjmie się założenie o rynku nieefektywnym, wtedy krańcowy q odzwierciedla, poza zjawiskami wymienionymi powyżej, także zjawiska o charakterze czysto finansowym, czyli: a) zmiany kursu akcji wywołane czynnikami technicznymi⁷⁸ b) zmianę stanu zadłużenia przedsiębiorstwa wynikającą z nieoptymalnych decyzji finansowych c) zmianę stanu posiadania firmy w zakresie niespecyficznych zasobów finansowych.

Z tego punktu widzenia trzeba jeszcze przedyskutować postulowaną przez Tobina zależność:

Równanie 3

$$q = \frac{MV}{BV} + \frac{R}{r_k}$$

– gdzie MV – to wartość rynkowa firmy (suma kapitalizacji giełdowej akcji oraz dźwigni finansowej), BV – to wartość księgowa aktywów, R – to rzeczywista stopa zwrotu z kapitału, zaś r_k to teoretyczna stopa zwrotu z kapitału przy zerowym ryzyku, stosowana jako stopa dyskonta strumienia pieniężnego.

Tobin zakładał, że zarówno rzeczywista stopa zwrotu z kapitału R , jak i stopa dyskonta r_k są w gruncie rzeczy nieobserwowalne. Rzeczywista stopa zwrotu z kapitału jest tylko niedoskonale odzwierciedlana przez księgową stopę zwrotu z kapitału. Dzieje się tak z kilku względów. Po pierwsze, księgowa stopa zwrotu z kapitału bazuje na strumieniu gotówki netto generowanym przez spółkę, natomiast nie uwzględnia zwrotu z kapitału, jaki można osiągnąć dzięki spekulacji tytułami prawnymi do aktywów. Ponadto wyniki księgowe mają znaczenie retrospektywne, a stopa zwrotu z kapitału omawiana przez Tobina to wielkość prospektywna, antycypowana przez inwestorów. Wreszcie w rzeczywistym świecie nie ma, zdaniem Tobina, inwestycji

⁷⁸ Przez czynniki techniczne rozumie się tutaj odpowiednie pojęcie z żargonu giełdowego, czyli zmiany cen wywołane wyłącznie zjawiskiem asymetrii informacyjnej w określonym zbiorze transakcji akcjami.

całkowicie wolnych od ryzyka, więc stosowanie np. oprocentowania obligacji skarbowych jako wolnej od ryzyka stopy dyskonta jest tylko koniecznym rachunkowym uproszczeniem.

Zastosujmy teorię q do przypadku firmy IBM. Zauważmy przy tym, że w oryginalnej formule Jamesa Tobina całkowitą wartość zadłużenia firmy liczy się według rygorystycznej metody, jako różnicę między wartością aktywów a wartością kapitałów własnych. Analizę przypadku IBM wzbogaćmy o alternatywną metodę liczenia opartą na założeniu, że firma może pozyskiwać kapitał także przez kontrakty mieszane, inwestycyjno-dłużne. Wtedy w pozycji „dług”, zamiast oryginalnego zapisu Tobina „aktywa minus kapitały własne” wstawiamy to, co firma deklaruje jako dług. Analiza została przeprowadzona dla lat 2005–2008, na podstawie kolejnych raportów rocznych firmy. Jej wyniki przedstawia tabela 4.

Tabela 4. Kalkulacja wskaźnika q Tobina dla firmy IBM w latach 2005–2008

Rok	2005	2006	2007	2008
Wartość księgowa aktywów (mln USD)	105 748	103 234	120 431	109 524
Kapitał własny (mln USD)	33 098	28 506	28 470	13 465
Liczba akcji w obrocie (mln)	1 574	1 506	1 385	1 339
Cena akcji na koniec roku (USD)	\$82,20	\$97,18	\$108,12	\$84,17
Kapitalizacja giełdowa (mln USD)	129 381	146 355	149 744	112 698
Stosunek kapitalizacji do aktywów	1,22	1,42	1,24	1,03
Dług całkowity w wersji 1 – oryginalna formuła Tobina	72 650	74 728	91 961	96 059
Dług całkowity w wersji 2 – tylko to, co firma deklaruje jako dług	22 641	22 682	35 274	33 926
q Tobina przy oryginalnej formule liczenia długu	1,91	2,14	2,01	1,91
q Tobina przy zmodyfikowanej formule liczenia długu	1,44	1,64	1,54	1,34

Źródło: opracowanie własne.

Analiza wartości wskaźnika q Tobina dla firmy IBM pokazuje dwa istotne zjawiska. Po pierwsze, istnienie kontraktów mieszanych, inwestycyjno-dłużnych, znacznie zwiększa wartość wskaźnika q Tobina i tym samym zwiększa stopę zwrotu z kapitału z uwzględnieniem ryzyka. Jednocześnie widać, że rozmiary długu zmieniają się w czasie w sposób odmienny w zależności od sposobu liczenia długu. Przy rygorystycznej formule Tobina „dług = aktywa – kapitały własne” dług wciąż szybko rośnie. Przy uwzględnianiu tylko tych pasywów, które przez samą firmę IBM są deklarowane jako dług, dynamika jest odmienna: na początku stabilność, potem gwałtowny wzrost i potem lekki spadek. Rola długu i możliwości jego pozyskiwania przez spółkę w kształtowaniu wartości dla akcjonariuszy zmienia się znacznie w zależności od typu kontraktu, na podstawie którego kapitał dłużny został pozyskany.

Kolejna obserwacja dotyczy relacji między q Tobina a opisanymi wcześniej efektami ekonomicznymi działalności operacyjnej firmy IBM. Zarówno inwestycje dokonane przez firmę w 2008 roku, jak i osiągnięty wzrost efektywności ekonomicznej wydają się za małe, aby zwiększyć oczekiwaną przez inwestorów stopę zwrotu z kapitału w warunkach kryzysu ekonomicznego. Mamy do czynienia z sytuacją, kiedy księgowo liczona stopa zwrotu z kapitału faktycznie wzrosła, podczas gdy oczekiwana przez rynek kapitałowy stopa zwrotu, uwzględniającą czynniki ryzyka, spadła. Porównajmy to ze zdarzeniami z roku 2006, kiedy wskaźnik q Tobina dla firmy IBM wzrósł znacznie – z 1,91 do 2,14 przy liczeniu oryginalną formułą Jamesa Tobina – i kiedy nie było jeszcze kryzysu w światowej gospodarce.

W roku 2006 przychody IBM wyniosły 91 424 mln USD, nieznacznie więcej (290 mln USD) niż w roku 2005⁷⁹. Rentowność operacyjna wyniosła 13%, aż o trzy punkty procentowe lepiej od roku 2005. Podobny wzrost odnotowała rentowność netto: z 8,7% na 10,4%. Po stronie pasywów firmy można zauważyć, że rok 2006 w porównaniu z rokiem 2008 charakteryzował się podobnym spadkiem wartości kapitałów własnych. Jednocześnie dług firmy liczony według jej własnych deklaracji pozostał stosunkowo stabilny, podczas gdy wartość długu liczonego metodą Tobina (aktywa minus kapitały własne) wzrosła wyraźnie, o ponad 2 mld USD. Wartość aktywów spadła o 2514 mln USD, przy czym spadek ten składał się z nieznacznego zmniejszenia wartości aktywów obrotowych, z 45 661 mln USD na 44 660 mln USD, zwiększenia wartości środków trwałych z 13 736 mln USD na 14 440 mln USD oraz znacznego spadku wartości aktywów finansowych, jednakowoż przy widocznym wzroście wartości goodwill, zaliczanej do tych ostatnich, z 9441 mln USD na 12 854 mln USD.

Całkowite wydatki inwestycyjne w 2006 roku wyniosły 11 549 mln USD, na co złożyły się: a) wydatki na inwestycje w środki trwałe w kwocie 4362 mln USD (przy amortyzacji 3907 mln USD dało to inwestycję netto 829 mln USD), b) przychody ze sprzedaży środków trwałych w kwocie 430 mln USD, c) inwestycje w oprogramowanie w wysokości 804 mln USD, d) kupno papierów wartościowych za 28 555 mln USD oraz ich sprzedaż za 25 542 mln USD, e) przejęcia przedsiębiorstw za kwotę 3799 mln USD, przy czym kwota ta jest saldem faktycznie zapłaconej przez IBM gotówki (4817 mln USD) i otrzymanych wraz z nabytymi firmami środków pieniężnych.

Przeanalizujmy dokładniej kwestię przejęć przedsiębiorstw oraz wzrostu wartości goodwill w 2006 roku. Jeżeli chodzi o przejęcia, było ich 13, przy czym 4 z nich można uznać za najważniejsze. Pierwszym jest firma Micromuse Inc., której 100% akcji zostało przejętych za 862 mln USD i która jest wyspecjalizowana w rozwiązaniach dotyczących zarządzania sieciami informatycznymi w bankach, firmach telekomunikacyjnych, instytucjach publicznych oraz sieciach sprzedaży detalicznej. Według deklaracji firmy IBM główną wartością Micromuse Inc. jest jej unikatowe oprogramowanie. Drugie przejęcie polegało na zakupie 100% akcji firmy Filenet Corporation, za kwotę 1609 mln USD. Firma ta jest wyspecjalizowana w zarządzaniu dużymi zbiorami

⁷⁹ Dane za rok 2006 na podstawie: *Form 10-K. Annual Report for the Year Ended December 31, 2006*, International Business Machines Corporation.

danych i wykorzystaniu ich w sieciach korporacyjnych. Trzecią przejętą firmą była Internet Security Systems Inc., której 100% akcji firma IBM kupiła za 1368 mln USD; SS Inc. jest wyspecjalizowana w narzędziach ochrony sieci komputerowych przed atakami hackerskimi tudzież przed przypadkową proliferacją zagrożeń sieciowych. Wreszcie czwarte najważniejsze z 13 przejęć dokonanych w 2006 roku to nabycie za kwotę 739 mln USD stu procent akcji firmy MRO Software Inc., wyspecjalizowanej w produkcji oprogramowania służącego do zarządzania majątkiem firm.

Jeżeli chodzi o wycenę goodwill w aktywach IBM, to modalności (obszary) przewagi komparatywnej są identyczne z tymi opisanymi dla roku 2008, odmienne są natomiast wartości w poszczególnych obszarach. Globalne Usługi Biznesowe zyskały w 2006 roku na wartości, z 3588 mln USD na 3811 mln USD. Globalne Usługi Technologiczne zmieniły swą wartość goodwill z 1530 mln USD na 2700 mln USD. Przewaga komparatywna w obszarze oprogramowania zyskała na wartości z 4069 mln USD na 6129 mln USD. W obszarze Systemy i Technologia nastąpiło zmniejszenie przewagi komparatywnej: jej wycena zmniejszyła się z 254 mln USD na 214 mln USD.

Reasumując, procesy inwestycyjne firmy IBM oraz dynamika efektywności jej działalności operacyjnej były stosunkowo podobne w roku 2006, w porównaniu z rokiem 2008. Podobnie można zauważyć bezwzględną ucieczkę kapitału z firmy, w postaci zmniejszenia wartości aktywów. Podobny był również wzrost zadłużenia liczonego formułą Tobina „aktywa minus kapitał własny”.

Równie duże podobieństwa można zauważyć w strukturze i dynamice zmian przewagi komparatywnej, określanej na podstawie wyceny poszczególnych składników goodwill. Istotną różnicę można zauważyć tylko w jednym obszarze: w 2006 roku ogólna koniunktura gospodarcza pozwoliła zarówno na wzrost ceny akcji IBM, jak i na wzrost nieruchomości wchodzących w skład jej środków trwałych. W efekcie inwestycje netto w środki trwałe nie zostały skonsumowane przez zmiany cen nieruchomości.

2.6. Podsumowanie – od wewnętrznej dynamiki decyzyjnej korporacji do decyzji inwestycyjnych

Decyzje korporacji to efekt moderacji wielostronnych konfliktów interesów, powstających w naturalny sposób w złożonej, opartej na ładzie kontraktowym strukturze społecznej, jaką jest korporacja. Korporacje są zróżnicowane i nie ma jednego doskonałego wzorca ich funkcjonowania. Jednocześnie można odtworzyć jeden, wspólny wzorzec powiązań między wewnętrzną dynamiką korporacji, a jej widocznymi na zewnątrz zachowaniami. Każdy przepływ gotówki między korporacją a światem zewnętrznym jest przejawem transferu, w przeciwnym kierunku, jakichś wartościowych dóbr, usług lub praw majątkowych. Podstawą takiego transferu jest kontrakt,

zawierany w celu osiągnięcia wiązki korzyści ekonomicznych; kontrakt niedoskonały w tym sensie, że odnosi się do gospodarowania specyficznymi zasobami w warunkach ograniczonej racjonalności oraz zachowań oportunistycznych⁸⁰ przynajmniej niektórych ze stron, a jego wykonanie pociąga za sobą koszty transakcyjne. Konflikty interesów wewnątrz korporacji rozgrywają się zawsze wokół kontraktów, związanych z nimi transferów wartości oraz strumieni gotówki. **Ilekróć w korporacji ma miejsce przepływ gotówki, tylekróć można mówić o efektywnie wykonanym kontrakcie, który jest jednocześnie możliwym obszarem konfliktu interesów w zakresie podziału nadwyżki ekonomicznej z wykonania kontraktu.**

Najbardziej oczywisty konflikt interesów występuje np. w przypadku decyzji o podziale zysku netto między dywidendę, skup akcji oraz inwestycje. Jednakowoż strumienie gotówki wypływające z korporacji również mogą rodzić konflikty interesów, np. kiedy członkowie władz spółki albo duzi akcjonariusze ustawiają się w pozycji pośredników takich operacji (np. członek zarządu jest cichym współnikiem firmy konsultingowej wykonującej usługi doradcze dla korporacji albo duży akcjonariusz korporacji jest jednocześnie dużym akcjonariuszem jej dostawcy).

Rachunek przepływów pieniężnych korporacji informuje o rozmiarach transferów i kontraktów oraz jaka była ich struktura. Struktura ta jest standardowo podzielona na trzy rodzaje strumieni gotówki: operacyjne, inwestycyjne i finansowe. Te pierwsze związane są z bieżącym funkcjonowaniem biznesu na poziomie operacyjnym i obejmują zysk netto oraz strumienie gotówki bezpośrednio go zmniejszające albo zwiększające. Chodzi tu o kontrakty związane z działalnością korporacji na rynkach produktowych oraz z eksploatacją istniejącej technologii.

Inwestycyjne przepływy gotówki wiążą się z tworzeniem nowych aktywów albo z upływnianiem już istniejących, podczas gdy strumienie finansowe są zasadniczo związane ze zmianami po stronie pasywów oraz z eksploatacją aktywów czysto finansowych (np. odsetki od udzielonych pożyczek są strumieniem finansowym). Ład korporacyjny obejmuje zatem moderację konfliktów występujących w trzech podstawowych obszarach. Pierwszym z nich jest podział nadwyżki ekonomicznej generowanej przez operacyjną działalność firmy. Chodzi tu głównie o decyzje odnośnie podziału i przeznaczenia zysku netto oraz odpisów amortyzacyjnych. Ścierają się tu interesy podmiotów czerpiących korzyści z różnych zastosowań tej gotówki. Niemalże podręcznikowym przykładem takiego konfliktu interesów jest decyzja o podziale zysku netto między dywidendę oraz skup akcji po preferencyjnych cenach z jednej strony oraz inwestycje z drugiej. Są jednak inne, mniej oczywiste. Dla przykładu, w zarządzie firmy oraz wśród jej głównych akcjonariuszy mogą ścierać się dwie frakcje: tych dążących do dużych inwestycji w nowe technologie oraz zwolenników bardziej zdywersyfikowanych inwestycji, z dużym udziałem gry inwestycyjnej o dużej płynności na rynkach finansowych. Zwolennicy wyścigu technologicznego będą nalegać na przypisywanie poszczególnym składnikom aktywów jak najkrótszego czasu

⁸⁰ Przez zachowania oportunistyczne rozumie się takie zachowania, które zmierzają do zagarnięcia nienależnie dużej części korzyści ekonomicznych wynikających z wykonania kontraktu.

amortyzacji, aby odpis amortyzacyjny był jak najwyższy. To może budzić sprzeciw przeciwników wyścigu technologicznego, gdyż w takiej sytuacji tylko stosunkowo duże inwestycje w zaplecze produkcyjne dadzą w efekcie inwestycję netto przerastającą wartość amortyzacji. Mniejsze rozmiary inwestycji wykażą ubytek wartości netto zaplecza produkcyjnego, co z kolei „źle wygląda” w sprawozdaniach finansowych i może utrudniać inne działania na rynkach finansowych.

Drugi obszar moderacji konfliktów to decyzje inwestycyjne, przy czym zgodnie z logiką sporządzania rachunku przepływów pieniężnych decyzjami inwestycyjnymi są również te dotyczące wyzbycia się aktywów. W tym obszarze konflikty interesów mogą dotyczyć różnych decyzji: sprzedawać aktywa, czy inwestować w aktywa, inwestować w płynne aktywa finansowe, czy w mniej płynne środki trwałe, czy też może jeszcze w przejście całych przedsiębiorstw itp. Trzecim obszarem są decyzje finansowe, obejmujące głównie pozyskiwanie kapitału oraz wypłacanie wynagrodzenia dla źródeł kapitału⁸¹.

Wszystkie strumienie gotówki są agregatami pieniężnymi o porównywalnej płynności (dopóki są strumieniami). Zgodnie z teorią pieniądza świadczą one podobne usługi dla swych chwilowych posiadaczy oraz pośredników w ich przekazywaniu: tysiąc dolarów zysku netto, dopóki ma status strumienia gotówki, świadczy podmiotom uczestniczącym w jego redystrybucji mniej więcej takie same usługi, jak tysiąc dolarów inwestycji w środki trwałe itp. Wartość usług świadczonych przez strumienie gotówki zależy tylko od płynności pieniądza, a nie od kierunku tych strumieni, tzn. od tego, czy wpływają one do korporacji, czy też wypływają. W związku z tym warto analizować wartości bezwzględne przepływów gotówki. Wzajemne proporcje tych modularnych wartości oraz ich zmiany w czasie są bezpośrednim i najbardziej namacalnym przejawem istotnej zmiany odpowiedniego elementu strategii korporacyjnych. Analiza przypadku firmy IBM, należącej do największych korporacji świata – jest ona 45 na liście największych firm świata pod względem przychodów⁸² – pozwala opisać rodzaj zachowań, jakie uwidaczniają się na styku korporacji i rynku kapitałowego. Rozmiary i struktura przepływów kapitału między firmą IBM a jej otoczeniem są w głównej mierze kształtowane przez następujące zjawiska: systematyczny spadek wartości kapitałów własnych, systematyczny wzrost zadłużenia opartego na mieszanych kontraktach łączących elementy inwestycji z elementem długu, zmienne w czasie i trudno przewidywalne zmiany zadłużenia „czystego”, opartego na kontraktach typowo dłużnych, zdecydowaną przewagę transakcji na niespecyficznych aktywach finansowych nad transakcjami na zasobach specyficznych.

Jednocześnie transakcje na zasobach specyficznych wydają się być podporządkowane stosunkowo stabilnym i długofalowym procesom kształtowania przewagi komparatywnej. Procesy te dają w efekcie długofalowy wzrost efektywności ekonomicznej operacyjnej działalności firmy, jednak przepływy kapitału między firmą

⁸¹ Zarówno kwoty wypłacane akcjonariuszom, jak odsetki płacone wierzycielom są wynagrodzeniem płaconym za usługi świadczone przez kapitał.

⁸² http://money.cnn.com/magazines/fortune/global500/2009/full_list/.

a jej otoczeniem wydają się być stosunkowo niezależne od tejże efektywności ekonomicznej. Można odnieść wrażenie, że IBM to dwie różne organizacje połączone w jedną. Z jednej strony mamy przedsiębiorstwo ściśle pojęte, skupione na tworzeniu wartości dodanej i rozwijaniu przewagi komparatywnej, a z drugiej – mamy coś w rodzaju funduszu inwestycyjnego, grającego na rynku kapitałowym, przy czym pod względem wartości zaangażowanego kapitału ta druga, czysto finansowa działalność wydaje się przeważać nad tą pierwszą⁸³. **Analiza przypadku IBM nasuwa zatem istotne pytanie odnośnie działalności korporacji: jakie praktyczne ma dzisiaj – po upływie ponad stulecia od drugiej rewolucji technologicznej, innowacyjność i rozwój technologiczny?**

⁸³ Owo rozróżnienie dostrzegalne jest nie tyle na podstawie analizy bilansu, ile na podstawie analizy przepływów gotówki. Chodzi tu więc o zjawisko dynamiczne, gdzie zmiana jest istotniejsza od homeostazy.

Rozdział 3

Technologia i ryzyko w decyzjach inwestycyjnych korporacji

W działalności korporacji dużą rolę odgrywa związek między procesami innowacyjnymi, akumulacją kapitału i sposobem zastosowania środków pozyskanych przez korporację z rynków finansowych. Od czasu, gdy Joseph Schumpeter sformułował swoją koncepcję kapitalizmu i przedsiębiorczości jako ciągłej twórczej destrukcji opartej na innowacyjności wykorzystującej zdobycze nauki (Schumpeter 1939¹), innowacyjność i rozwój technologii są uważane za nieodłączny element rozwoju gospodarczego. W historii rozwoju korporacji jako instytucji życia gospodarczego widać, że dużą rolę w tym procesie odegrały inwestycje w nowe technologie. Mechanizm akumulacji kapitału możliwy dzięki instytucji korporacji stał się wręcz motorem długookresowego postępu technicznego. Rola jaką bieżąca, operacyjna działalność odgrywa w strategiach korporacyjnych opiera się na zależności między zmianami technologicznymi, a działaniami korporacji wobec tych zmian. W klasycznej, marshallowskiej teorii przedsiębiorstwa zmiany technologiczne były oczywiste. Wiek XIX był przecież okresem niezwykle dynamicznego postępu technicznego. Teoria klasyczna dlatego właśnie kładzie tak duży nacisk na maksymalnie efektywne gospodarowanie środkami produkcji, że w warunkach szybkiego postępu technicznego wybór odpowiedniej technologii ma kluczowe znaczenie.

Jednak dzisiaj wiadomo już, że jeżeli na jakimś rynku raz pojawią się znaczące innowacje, dające ich twórcom ponadprzeciętne zyski, z reguły rozwija się tam wyścig technologiczny. Firmy, które chcą go aktywnie kształtować, nie mają innego wyjścia, jak przyspieszać swoje procesy innowacyjne, co z kolei przyczynia się do przyspieszenia tempa zmian technologicznych na rynku jako całości. Jest to mechanizm samonapędzającej się spirali coraz szybszych zmian i coraz większych nakładów na tworzenie innowacji, przy coraz krótszym cyklu życia kolejnych innowacji i coraz mniejszych korzyściach ekonomicznych, jakie można z nich czerpać. Inwestycje w technologię zawsze wiążą się z ryzykiem, zaś najwyższa kadra menedżerska korporacji nie zarządza technologiami jako takimi, lecz ryzykiem związanym z ich roz-

¹ J.A. Schumpeter, *Business Cycles: A Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process*, New York–Toronto–London 1939, s. 461. Abridged, with an introduction, by Rendigs Fels.

wojem i wdrożeniem (Knight 1921²). Zależność między technologią i ryzykiem jest istotna dla działalności korporacji oraz dla jej relacji z rynkiem kapitałowym, m.in. w związku powstawaniem i redystrybucją premii za zarządzanie ryzykiem, w tym za zarządzanie procesami innowacyjnymi.

Wielu krytyków korporacji, np. Kaldor, Means czy Galbraith twierdziło, że głównym źródłem zysków korporacji z operacyjnej działalności nie jest innowacyjność, lecz budowanie pozycji monopolistycznej albo tworzenie oligopolu. To, jakie korzyści korporacje mogą czerpać z takich działań jest niejako kwestią wstępną do wyjaśnienia, zanim przyjrzymy się uważniej relacjom między technologią i ryzykiem w działaniach korporacji.

3.1. Rynki produktowe, efekty skali i mechanizmy konkurencji

Działalność korporacji jest postrzegana jako ściśle związana z różnego rodzaju mechanizmami dominacji rynkowej. Stworzone przez klasyczną mikroekonomię modele monopolu i oligopolu odnoszą się w szczególny sposób właśnie do korporacji. Wielu ekonomistów szkoły instytucjonalnej, począwszy od Schumpetera czy Kaldora, aż po Galbraitha czy Jensena wskazywało na to, że działania korporacji zmierzają do szybkiego zwiększania skali działalności biznesu po to, aby osiągać wyższe zyski. Zarówno z neoklasycznego, jak i z instytucjonalnego punktu widzenia do działalności korporacji można zastosować założenie, zgodnie z którym stając się dużo większa pod względem skali działalności, firma zyskuje jednocześnie większe możliwości osiągania zysków. Możliwości te opierają się na trzech zjawiskach. Pierwszym z nich są kosztowe efekty skali, opisane już przez Alfreda Marshalla. W obecności kosztów stałych w przedsiębiorstwie koszt krańcowy każdej kolejnej jednostki produkcji zawiera coraz mniejszą część odpowiadającą przeciętnemu jednostkowemu kosztowi stałemu. W związku z tym wraz ze zwiększaniem skali produkcji koszt krańcowy dąży do zrównania się z kosztem zmiennym. Drugie zjawisko to tzw. popytowe korzyści skali i odnosi się do pojęcia tzw. *market power*, czyli siły przetargowej. Duża firma może działać jak quasi-monopolista na rynkach zbytu i zaopatrzenia, dzięki czemu uzyskuje rentę monopolistyczną. Trzeci wreszcie czynnik to redukcja kosztów transakcyjnych w wyniku przejścia od kontraktowania rynkowego między niezależnymi podmiotami do kontraktowania organizacyjnego, wewnątrz firmy.

Przyjrzyjmy się efektom skali w korporacjach na przykładzie trzech różnych branż: sektora specjalistycznego handlu detalicznego w USA, sektora naftowego w skali globalnej oraz sektora sprzętu komputerowego i elektronicznego. Ten ostatni przeanalizujemy zarówno w skali rynku amerykańskiego, jak i w ujęciu globalnym. Specjalistyczny handel detaliczny obejmuje wszystkie te sklepy bądź ich sieci, które skupiają się na określonym typie asortymentu towarów innych niż FMCG (Fast

² F.H. Knight, *Risk, Uncertainty and Profit*, wyd. I, Hart, Schaffner & Marx, Boston, Cambridge 1921.

Mooving Consumer Goods). Zaliczają się tu sklepy z odzieżą, ze sprzętem elektronicznym, z muzyką, ze sprzętem biurowym, z artykułami wyposażenia domów itp. Magazyn „Fortune” wymienia w swym rankingu 60 firm prowadzących sieci sklepów tego typu na terenie USA. Wielkość przychodów netto osiągnięta przez te firmy w 2008 roku waha się od nieco poniżej 2 mld USD dla takich sieci jak: Men’s Wearhouse, Pep Boys, Jo-Ann Stores, Aéropostale, Urban Outfitters, Children’s Place Retail Stores czy PC Connection do ponad 70 mld USD dla dwóch największych: Costco Wholesale oraz Home Depot (tabela 5 na s. 94). Sektor ten jest średnio skoncentrowany: 6 największych sieci skupia połowę przychodów całego zbioru pokazanego w tabeli, 25 największych sieci skupia 80% przychodów. Pojawia się pytanie: czy w tej branży na tym rynku być dużym znaczy tyle, co mieć większą zdolność osiągania zysków? Analiza wskaźników rentowności netto obliczonych dla poszczególnych sieci wskazuje na coś w rodzaju zarysu zależności. Formalny test statystyczny taki, jak np. test korelacji Pearsona daje wynik $r = 0,058933032$, a więc nie ma podstaw, aby mówić o istotnej zależności. Porównanie średniej rentowności netto wśród 12 największych sieci oraz 12 najmniejszych wskazuje na pewne zróżnicowanie. W tym pierwszym podziorze rentowność netto wyniosła średnio 0,7%, zaś w tym drugim – 2,3%. Analiza mniej sformalizowana, np. obserwacja firm o stracie netto wykazanej w 2008 roku wskazuje, że wśród dużych firm straty występują nieco rzadziej, niż wśród firm małych. Związek między rozmiarem biznesu, a jego zdolnością osiągania zysków jest słaby, lecz zauważalny; duża firma ma się nieco większą szansę osiągania stosunkowo dużej rentowności, niż mała. Jednocześnie zarówno duża, jak i mała firma w tej branży może zarówno odnotować zyski zdumiewająco wysokie w proporcji do swej skali działalności, jak i niebezpiecznie wysokie straty. Kosztowe oraz popytowe korzyści skali są najwyraźniej tylko jednym z wielu czynników wpływających na rentowność.

Przykład specjalistycznych sieci detalicznych w USA ma swoją specyfikę. Są to firmy działające na jednym i tym samym rynku zbytu dóbr finalnych, w takim samym otoczeniu makroekonomicznym. Na wysoką rentowność mogą pracować takimi decyzjami, jak: wybór lokalizacji sklepów, wybór asortymentu, budowanie wierności klientów. W zasadzie tylko ten ostatni czynnik może pozwalać na osiągnięcie renty quasi-monopolistycznej. Renta ta jednak jest w praktyce niwelowana przez konieczność ponoszenia dodatkowych kosztów dla budowania wierności klientów. Jedynym niewątpliwym czynnikiem dającym korzyści skali jest pozycja przetargowa wobec dostawców: im większa sieć sklepów, tym większym jest kupcem i tym korzystniejsze warunki może osiągać w negocjacjach z dostawcami towaru.

Ciekawe może być porównanie z zupełnie inną branżą: globalnie działających firm z branży naftowej (tabela 6 na s. 96) – rynkiem, na którym o wierności klienta trudno mówić, natomiast ogromną rolę w budowaniu rentowności odgrywają: a) przewaga technologiczna, b) odpowiednio zaplanowane i przeprowadzone długofalowe projekty inwestycyjne związane z eksploatacją określonych złóż ropy i gazu, c) kosztowe korzyści skali. Jednocześnie im mniejsza firma, tym mniejsze prawdopodobieństwo prowadzenia biznesu na skalę naprawdę globalną, więc tym większe

Tabela 5. 60 największych, pod względem przychodów netto w 2008 roku, sieci specjalistycznych sklepów detalicznych w USA, wraz ze wskaźnikami rentowności netto w 2008 roku

Pozycja wśród największych sieci sklepów specjalistycznych w USA	Nazwa firmy	Pozycja w rankingu Fortune 500	Przychody w 2008 r. (mln USD)	Zysk/strata netto w 2008 r. (mln USD)	Wskaźnik rentowności netto w 2008 r.
1	Costco Wholesale	24	72 483,0	1282,7	1,8%
2	Home Depot	25	71 288,0	2260,0	3,2%
3	Lowe's	47	48 230,0	2195,0	4,6%
4	Best Buy	56	40 023,0	1407,0	3,5%
5	Staples	109	23 083,8	805,3	3,5%
6	TJX	131	19 147,5	880,6	4,6%
7	Gap	178	14 526,0	967,0	6,7%
8	Office Depot	179	14 495,5	-1478,9	-10,2%
9	Toys „R” Us	192	13 724,0	218,0	1,6%
10	Circuit City Stores	228	11 743,7	-319,9	-2,7%
11	BJ's Wholesale Club	269	10 027,4	134,6	1,3%
12	Limited Brands	290	9043,0	220,0	2,4%
13	GameStop	296	8805,9	398,3	4,5%
14	OfficeMax	313	8267,0	-1657,9	-20,1%
15	Pantry	317	8088,6	31,8	0,4%
16	TravelCenters of America	332	7658,4	-40,2	-0,5%
17	Bed Bath & Beyond	355	7048,9	562,8	8,0%
18	AutoZone	380	6522,7	641,6	9,8%
19	Ross Stores	384	6486,1	305,4	4,7%
20	Blockbuster	450	5287,9	-374,1	-7,1%
21	Foot Locker	454	5237,0	-80,0	-1,5%
22	Barnes & Noble	455	5235,3	75,9	1,4%
23	Advance Auto Parts	461	5142,3	238,0	4,6%
24	PetSmart	468	5065,3	192,7	3,8%
25	Big Lots	498	4645,3	151,5	3,3%
26	Dollar Tree	499	4644,9	229,5	4,9%
27	Neiman Marcus	504	4600,5	142,8	3,1%
28	Casey's General Stores	516	4429,3	84,9	1,9%
29	RadioShack	534	4224,5	192,4	4,6%
30	Dick's Sporting Goods	541	4130,1	-35,1	-0,8%
31	Susser Holdings	558	3966,4	16,5	0,4%
32	Michaels Stores	571	3817,0	-5,0	-0,1%
33	O'Reilly Automotive	602	3576,6	186,2	5,2%
34	Abercrombie & Fitch	607	3540,3	272,3	7,7%
35	Collective Brands	620	3442,0	-68,7	-2,0%

36	Burlington Coat Factory	624	3424,0	–49,0	–1,4%
37	Williams-Sonoma	637	3361,5	30,0	0,9%
38	Borders Group	639	3356,2	–186,7	–5,6%
39	Coach	661	3180,9	783,1	24,6%
40	Systemax	683	3033,0	52,8	1,7%
41	Tractor Supply	684	3007,9	81,9	2,7%
42	American Eagle Outfitters	690	2988,9	179,1	6,0%
43	Rent A Center	706	2884,2	139,6	4,8%
44	Tiffany & Co	709	2860,0	220,0	7,7%
45	HSN	714	2823,6	–2390,9	–84,7%
46	Regis	730	2738,9	85,2	3,1%
47	Sally Beauty Holdings	742	2648,2	77,6	2,9%
48	Charming Shoppes	747	2630,7	–244,2	–9,3%
49	Cabela's	764	2552,7	76,4	3,0%
50	Fastenal	813	2340,4	279,7	12,0%
51	Brown Shoe	828	2276,4	–133,2	–5,9%
52	Zale	845	2194,6	10,8	0,5%
53	AnnTaylor Stores	846	2194,6	–333,9	–15,2%
54	Men's Wearhouse	905	1972,4	58,8	3,0%
55	Pep Boys	917	1927,8	–30,4	–1,6%
56	Jo-Ann Stores	922	1901,1	21,9	1,2%
57	Aéropostale	929	1885,5	149,4	7,9%
58	Urban Outfitters	953	1834,6	199,4	10,9%
59	Children's Place Retail Stores	981	1759,5	82,4	4,7%
60	PC Connection	985	1753,7	10,4	0,6%

Źródło: opracowanie własne na podstawie <http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune500/2009/snapshots/2968.html>.

prawdopodobieństwo wpływu lokalnych (regionalnych) czynników makroekonomicznych na wyniki finansowe. Skala działalności największej na liście Royal Dutch Shell – jednocześnie największej obecnie korporacji świata – jest prawie dwadzieścia cztery razy większa od skali biznesu prowadzonego przez najmniejszą z wymienionych firmę Neste Oil. Siedem największych firm z branży – Royal Dutch Shell, Exxon Mobil, BP, Chevron, Total, ConocoPhillips, Sinopec – skupia połowę obrotów całego rynku. Zależność między skalą biznesu a jego rentownością jest tu podobna, jak w przypadku specjalistycznych sieci detalicznych w USA. Formalny test Pearsona wskazuje na brak istotnej zależności ($r = 0,169920506$), jednakowoż dla 12 największych firm z listy średni wskaźnik rentowności wynosi 5,5%, podczas gdy dla 12 najmniejszych jest to 3,6%. Znow ten sam schemat: bycie dużym nie gwarantuje zysków podobnie jak bycie małym nie odbiera szansy na ich osiągnięcie, jednak będąc dużym można te zyski łatwiej wypracować.

Tabela 6. 49 największych pod względem przychodów w 2008 roku firm naftowych świata oraz ich wskaźniki rentowności netto

Pozycja wśród największych firm naftowych świata	Nazwa firmy	Pozycja w rankingu Fortune Global 500	Przychody w 2008 r. (mln USD)	Zysk netto w 2008 r. (mln USD)	Wskaźnik rentowności netto w 2008 r.
1	Royal Dutch Shell	1	458 361,0	26 277,0	5,7%
2	Exxon Mobil	2	442 851,0	45 220,0	10,2%
3	BP	4	367 053,0	21 157,0	5,8%
4	Chevron	5	263 159,0	23 931,0	9,1%
5	Total	6	234 674,1	15 500,0	6,6%
6	ConocoPhillips	7	230 764,0	-16 998,0	-7,4%
7	Sinopec	9	207 814,5	1961,2	0,9%
8	China National Petroleum	13	181 122,6	10 270,8	5,7%
9	ENI	17	159 348,5	12 917,0	8,1%
10	PDVSA	27	126 364,0	7451,0	5,9%
11	Valero Energy	33	118 298,0	-1131,0	-1,0%
12	Petrobras	34	118 257,0	18 879,0	16,0%
13	Statoil Hydro	36	116 210,9	7664,2	6,6%
14	Lukoil	65	86 340,0	9144,0	10,6%
15	SK Holdings	72	80 810,4	259,3	0,3%
16	Repsol YPF	76	79 176,6	3968,1	5,0%
17	Petronas	80	76 965,4	15 308,9	19,9%
18	Marathon Oil	86	73 504,0	3 528,0	4,8%
19	Nippon Oil	101	64 197,5	-2504,6	-3,9%
20	Indian Oil	105	62 993,2	564,9	0,9%
21	PTT	118	59 984,6	1550,1	2,6%
22	Sunoco	141	51 652,0	776,0	1,5%
23	Rosneft Oil	158	46 985,0	11 120,0	23,7%
24	Hess	184	41 094,0	2360,0	5,7%
25	Nippon Mining Holdings	203	37 532,6	-406,1	-1,1%
26	OMV Group	206	37 386,3	2011,7	5,4%
27	GS Holdings	213	36 502,8	102,1	0,3%
28	TNK-BP Holding	234	34 668,0	6 384,0	18,4%
29	Idemitsu Kosan	244	33 521,5	33,1	0,1%
30	Cepsa	246	33 417,4	402,5	1,2%
31	PKN Orlen Group	249	33 043,0	-1040,8	-3,1%
32	Reliance Industries	264	31 792,3	3320,5	10,4%
33	Showa Shell Sekiyu	266	31 664,0	-156,9	-0,5%
34	Bharat Petroleum	289	29 989,0	137,7	0,5%
35	Cosmo Oil	293	29 710,3	-920,0	-3,1%

36	CPC	306	28 451,9	–3823,8	–13,4%
37	Hindustan Petroleum	311	28 247,3	164,6	0,6%
38	Petroplus Holdings	316	28 047,6	–495,1	–1,8%
39	Tesoro	317	28 031,0	278,0	1,0%
40	Formosa Petrochemical	323	27 769,3	481,9	1,7%
41	Suncor Energy	325	27 680,5	2 003,9	7,2%
42	Murphy Oil	326	27 512,5	1 740,0	6,3%
43	Petro-Canada	340	26 054,5	2 938,8	11,3%
44	Galp Energia	414	22 230,4	171,3	0,8%
45	S-Oil	441	21 019,9	406,0	1,9%
46	Mol Hungarian Oil & Gas	449	20 644,3	821,3	4,0%
47	Israel Corp.	466	19 802,0	320,0	1,6%
48	Caltex Australia	467	19 769,7	28,6	0,1%
49	Neste Oil	481	19 298,7	142,0	0,7%

Źródło: opracowanie własne na podstawie <http://money.cnn.com/magazines/fortune/global500/2009/snapshots/6388.html>

Zarówno sektor specjalistycznych sieci detalicznych w USA, jak i globalnie ujęty sektor firm naftowych są średnio skoncentrowane. Liczba wzajemnie konkurujących firm jest na tyle duża, że trudno mówić o jakimkolwiek rodzaju trwałej renty monopolistycznej.

Nieco inną charakterystykę prezentuje sektor producentów komputerów i sprzętu biurowego (tabela 7, 8³ na s. 98). Zarówno w skali samego rynku amerykańskiego, jak i w skali globalnej biznes ten koncentruje się w rękach kilku największych producentów, z których każdy jest inny pod względem technologicznym i asortymentowym. Każda z tych firm tworzy stosunkowo trwałe więzi z klientami, o znamionach chwilowego monopolu naturalnego. Szczególnie dotyczy to rynku klientów instytucjonalnych, gdzie wieloletnie kontrakty serwisowe i leasingowe dają w efekcie więzi trwające po kilkanaście lat. W sektorze tym trudno mówić o jednoznacznej zależności między skalą biznesu, a jego rentownością. Światowym czempionem pod względem rentowności jest tu firma Apple Computers, trzecia pod względem wielkości biznesu w skali rynku amerykańskiego i szósta w skali światowej. Największa na świecie firma Hewlett-Packard ma dość wysoką rentowność, porównywalną jednak z firmą Canon, piątą na świecie pod względem przychodów osiągniętych w 2008 roku.

³ Jak łatwo zauważyć, na żadnej z dwóch list nie figuruje firma IBM, która zgodnie z klasyfikacją magazynu „Fortune” IBM jest klasyfikowana w innej branży, określanej jako „usługi związane z technologiami informacyjnymi” (ang. Information technology services).

Tabela 7. 7 największych producentów komputerów i sprzętu biurowego w USA oraz ich wskaźniki rentowności netto w 2008 roku

Pozycja wśród największych producentów hardware w USA	Nazwa firmy	Pozycja w rankingu Fortune 500	Przychody w 2008 r. (mln USD)	Zysk netto w 2008 r. (mln USD)	Wskaźnik rentowności netto w 2008 r.
1	Hewlett-Packard	9	118 364,0	8329,0	7,0%
2	Dell	33	61 101,0	2478,0	4,1%
3	Apple	71	32 479,0	4834,0	14,9%
4	Xerox	147	17 608,0	230,0	1,3%
5	Sun Microsystems	187	13 880,0	403,0	2,9%
6	Pitney Bowes	395	6262,3	419,8	6,7%
7	NCR	446	5315,0	228,0	4,3%

Źródło: opracowanie własne na podstawie <http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune500/2009/snapshots/206.html>.

Tabela 8. 9 największych producentów komputerów i sprzętu biurowego na świecie oraz ich wskaźniki rentowności netto

Pozycja wśród największych producentów hardware na świecie	Nazwa firmy	Pozycja w rankingu Fortune Global 500	Przychody w 2008 r. (mln USD)	Zysk netto w 2008 r. (mln USD)	Wskaźnik rentowności netto w 2008 r.
1	Hewlett-Packard	32	118 364,0	8329,0	7,0%
2	Dell	115	61 101,0	2478,0	4,1%
3	Fujitsu	161	46 714,3	-1118,7	-2,4%
4	NEC	182	41 962,3	-2952,8	-7,0%
5	Canon	190	39 610,6	2991,0	7,6%
6	Apple	253	32 479,0	4834,0	14,9%
7	Quanta Computer	342	25 966,7	641,6	2,5%
8	Asustek Computer	436	21 173,9	521,9	2,5%
9	Ricoh	445	20 820,8	65,0	0,3%

Źródło: opracowanie własne na podstawie <http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune500/2009/snapshots/206.html>.

Przytoczone tu przykłady wskazują na to, że zwiększanie skali działalności samo w sobie nie jest bynajmniej gwarancją liniowego polepszania wyników finansowych. Wiele zależy od kontekstu rynkowego i technologicznego, w jakim zmiany

te się odbywają. Popytowe korzyści skali, a więc zdobycie pozycji rynkowej umożliwiającej uzyskiwanie renty quasi-monopolistycznej jest często związane z takim kosztem, że per saldo nie przynosi zwiększenia rentowności. Opisywany przez niektórych ekonomistów – jak Galbraith czy Means – paradygmat korporacji osiągnącej ponadprzeciętne zyski dzięki dominującej pozycji rynkowej wydaje się być tylko częściowo słuszny. Teza Meansa o tym, że ceny zbytu praktykowane przez korporacje są zawsze cenami monopolistycznymi narzucanymi klientom jest wysoce dyskusyjna. Bardziej wiarygodnym źródłem korzyści skali są oszczędności kosztowe, zarówno odnośnie kosztów transakcyjnych, jak i te związane z mocną pozycją przetargową wobec dostawców⁴.

W sektorach mocno skoncentrowanych, jak opisywany powyżej sektor sprzętu komputerowego, sytuacja wygląda nieco inaczej. Koncentracja sektora świadczy o tym, że osiągnięcie pewnej krytycznej wielkości biznesu jest swego rodzaju biletem wstępu na ten rynek. Tu liczą się tylko wielcy, mali nie mają znaczenia. Dominacja rynkowa rozgrywa się tu między bardzo dużymi i bardzo małymi firmami, bez pośredniej skali biznesu, jak to ma miejsce w przypadku sektora naftowego czy specjalistycznych sieci detalicznych. Zauważmy również, że w tym mocno skoncentrowanym biznesie trudno doszukiwać się znamion oligopolu. Natomiast interpretując wyniki finansowe poszczególnych uczestników rynku za pomocą pojęć klasycznej mikroekonomii marshallowskiej widać znamiona różnych rodzajów rynku. Jedne firmy osiągają rentę quasi-monopolistyczną, inne nie. Jedne firmy są więc cenobiorcami i muszą się przystosować do jakiejś egzogenicznej ceny równowagi, inne są cenotwórcami i z definicji operują w warunkach braku równowagi rynkowej. Przykładem cenotwórstwa i unikania równowagi rynkowej jest firma Apple Computers ze swą od dawna praktykowaną strategią lansowania kompletnie unikatowych produktów oraz starannego pielęgnowania ich odrębności.

3.2. Kontekst makroekonomiczny procesów innowacyjnych

Postęp techniczny obejmuje zarówno tworzenie wynalazków, czyli działalność badawczo-rozwojową, jak i ich wykorzystanie w roli kapitału intelektualnego dla procesów tworzenia bogactwa w tzw. sferze produkcji konwencjonalnej. Pomysły i odkrycia naukowe nie są możliwe do bezpośredniego policzenia – zarówno ich pojawiania się, jak i efekty są trudne do precyzyjnego zdefiniowania. Jednocześnie często stosowaną, zagregowaną miarą liczby wynalazków dokonanych w danym okresie i mających stosunkowo duże znaczenie ekonomiczne jest liczba złożonych zgłoszeń

⁴ Przez analogię do renty quasi-monopolistycznej można tu mówić o rencie quasi-monopsonicznej.

patentowych (np. Jaffe et al. 1982⁵; Frantzen 2000⁶; Holmén, Jacobsson 1998⁷; Eaton, Kortum 1999⁸; Rensman, Kuper 1999⁹). Oczywiście, wiele wynalazków nie nadaje się bezpośrednio do patentowania albo patentowanie ich jest nieopłacalne¹⁰. Można też zauważyć istotne zróżnicowanie między krajami pod względem jakości prawnej ochrony własności intelektualnej. Odkrycia naukowe odgrywają istotną rolę w wielu obszarach gospodarki, jednak na dłuższą metę większość z tych odkryć daje w konsekwencji istotne zmiany dóbr finalnych sprzedawanych na rynkach konsumenckich, czyli wiąże się z patentowaniem. To ostatnie odgrywa także dużą rolę w globalnym rozprzestrzenianiu się technologii. Na pierwszy rzut oka patent wydaje się być przeszkodą w dyfuzji innowacji, gdyż zakłada ochronę prawną wynalazku. Jednakowoż na dłuższą metę patentowanie gra taką samą rolę ekonomiczną, jak każda prawnie uregulowana procedura – jest sposobem na komunikowanie się i rozwiązywanie złożonych problemów w rozbudowanych strukturach społecznych. W gruncie rzeczy opatentowany wynalazek ma większą szansę na rozprzestrzenienie się, niż wynalazek nie objęty ochroną patentową. Patent daje jasną sytuację wszystkim partnerom społecznym w zakresie kosztów transakcyjnych oraz szans na osiągnięcie renty ekonomicznej. W braku patentu istnieje niewiele zgodnych z prawem sposobów na poszerzenie grona użytkowników wynalazku, a więc koszty transakcyjne i renta ekonomiczna związane z takim poszerzeniem objęte są istotną niepewnością. Działalność badawczo-rozwojowa, która kończy się procedurą patentową jest więc kompletnym procesem rozwoju technologicznego, z maksymalną możliwą wartością dodaną, w porównaniu z przedsięwzięciami badawczo-rozwojowymi pozostającymi poza ochroną patentową. Wynalazki zgłaszane do patentowania mają kluczową rolę dla rozwoju gospodarczego i dlatego w niniejszym rozdziale liczba zgłoszeń patentowych składanych w danym kraju przez podmioty krajowe jest traktowana jako rzetelna miara zagregowanego wsadu naukowo-badawczego dla produkcyjnej sfery gospodarki.

⁵ A. Jaffe, J. Bound, C. Cummins, Z. Griliches, B.H. Hall, *Who Does R&D and Who Patents?*, „National Bureau of Economic Research Working Papers, Working Paper”, No. 908, Cambridge 1982.

⁶ D. Frantzen, *Innovation, Technological Diffusion and the Influence of R&D*, „Cambridge Journal of Economics” 2000, No. 24, s. 193–210.

⁷ M. Holmén, S. Jacobsson, *A Method for Identifying Actors in a Knowledge Based Cluster*, „Danish Research Unit for Industrial Dynamics, Working Papers”, No. 98 – 26, November 1998.

⁸ J. Eaton, S. Kortum, *International Technology Diffusion: Theory and Measurement*, „International Economic Review”, Boston, August 1999, s. 537–565.

⁹ M. Rensman, G.H. Kuper, *The Role of R&D and Patent Activity in Economic Growth: Some Empirical Evidence*, „University of Groningen Working Papers”, January 6, 1999.

¹⁰ Przykładem może być sektor wydobywania ropy naftowej i gazu, gdzie większość wynalazków jest silnie związanych z eksploatacją konkretnych złóż i wynalazki te są w znikomym stopniu zagrożone imitacją. Jednocześnie publikacja ich opisu może się wiązać z ryzykiem zbytniego „odkrycia kart” wobec konkurentów.

Obecnie większość globalnego wysiłku badawczo-rozwojowego, mierzonego liczbą zgłoszeń patentowych, należy do: USA, Japonii, Chin, Francji i Wielkiej Brytanii (tabela 9). Wśród tej piątki, jedna Japonia reprezentuje mniej więcej połowę światowej wynalazczości, zaś łącznie ze Stanami Zjednoczonymi jest to aż 80%; dodajmy, że cztery z pięciu krajów to gospodarki wysoko rozwinięte. Wśród nich tylko Chiny reprezentują gospodarkę wschodzącą wykazując, nawiasem mówiąc, szczególne przyspieszenie w zakresie działalności B+R na przestrzeni ostatnich dwóch dekad. Nieco zaskakujący jest fakt, że Indie oraz Brazylia, często wymieniane obok Chin jako najważniejsze rynki wschodzące, reprezentują każdy tylko ok. 1/10 wynalazczości chińskiej. Można zauważyć, że w długim okresie w jednych krajach wysiłek badawczo-rozwojowy zwiększa się znacząco (Kanada, Finlandia, Japonia, USA, Chiny), podczas gdy w innych (europejskich) wyraźnie się zmniejsza (Dania, Francja, Holandia, Norwegia, Szwecja, Wielka Brytania).

Tabela 9. Całkowita liczba krajowych zgłoszeń patentowych w wybranych krajach, od roku 1950 do roku 2007 włącznie

	Całkowita liczba krajowych zgłoszeń patentowych w wybranych krajach, od roku 1950 do roku 2007 włącznie		
Kraj/lata	1950–1970	1971–1990	1991–2007
Kanada	30 588	41 974	64 292
Dania	20 081	19 172	25 531
Finlandia	14 601	29 488	36 785
Francja	248 019	243 486	227 930
Japonia	986 175	3 962 044	5 968 371
Holandia	51 372	40 247	36 333
Norwegia	23 729	16 626	19 607
Szwecja	89 221	80 484	59 250
Wielka Brytania	447 909	413 901	327 197
USA	1335 210	1336 832	2597 648
Indie	16 018	22 712	43 100
Chiny	16 000 ¹	81 007	690 965
Brazylia	24 789	46 840	51 428

Źródło: World Intellectual Property Organization (www.wipo.org).

Rozmiary wysiłku badawczo-rozwojowego są w istotnym stopniu kształtowane przez zdolność siły roboczej do tworzenia wynalazków (Eaton, Kortum 1999¹¹). Bezwzględne rozmiary wynalazczości to jedna rzecz, inną jest względna zdolność do tworzenia wynalazków. Jeżeli zmierzyć tą zdolność za pomocą średniej rocznej liczby krajowych zgłoszeń patentowych na 1000 zatrudnionych, widać spore zróżnicowa-

¹¹ J. Eaton, S. Kortum, *International Technology Diffusion...*, s. 537–565.

nie między krajami, także pomiędzy samymi tylko krajami rozwiniętymi (tabela 10). Bezwzględne rozmiary wysiłku badawczo-rozwojowego w poszczególnych krajach wydają się być silnie związane ze względną zdolnością tworzenia wynalazków, co z kolei nasuwa skojarzenie z czynnikiem alokacji zasobów między sferę badawczo-rozwojową a sferę produkcyjną gospodarki, zgodnie ze „złotą regułą działalności badawczej” sformułowaną przez Edmunda S. Phelps (1964¹²). Gospodarki niektórych krajów, takich jak Finlandia, Japonia, USA, Chiny wydają się być o wiele bardziej zorientowane na działalność badawczo-rozwojową niż Wielkiej Brytanii, Francji, Szwecji, Indii, Brazylii, gdzie względna zdolność siły roboczej do tworzenia wynalazków maleje w długim okresie.

Tabela 10. Średnia roczna liczba krajowych zgłoszeń patentowych na 1000 zatrudnionych w wybranych krajach

	Średnia roczna liczba krajowych zgłoszeń patentowych na 1000 zatrudnionych		
Kraj/lata	1950–1970	1971–1990	1991–2007
Kanada	0,2565	0,1952	0,2562
Dania	0,4291	0,3746	0,5515
Finlandia	0,3093	0,6186	0,9662
Francja	0,5852	0,5546	0,5614
Japonia	0,8886	3,3179	5,3747
Holandia	0,5278	0,3424	0,2756
Norwegia	0,7913	0,4355	0,5128
Szwecja	1,1478	0,9616	0,8206
Wielka Brytania	0,8498	0,8307	0,7159
USA	0,9092	0,6643	1,1219
Indie	0,0051	0,0048	0,0066
Chiny	0,0020	0,0081	0,0549
Brazylia	0,0367	0,0456	0,0378

Źródło: opracowanie własne, na podstawie danych z World Intellectual Property Organization (www.wipo.org) oraz The Conference Board and Groningen Growth and Development Centre, Total Economy Database, January 2010 (<http://www.conference-board.org/economics/database.cfm>).

Na poziomie makroekonomicznym innowacyjność powinna przynosić dwa rodzaje korzyści: a) wyższą produktywność, b) większą produkcję. Działalność badawczo-rozwojowa powinna pozwalać na wdrażanie coraz wydajniejszych technologii i tym samym na coraz bardziej efektywne wykorzystanie pracy ludzkiej (np. Romer

¹² E.S. Phelps, *Models of Technical Progress and The Golden Rule Of Research*, „Cowles Foundation Discussion Paper”, October, 16, 1964, No. 176.

1986¹³; Grossman, Helpman 1993¹⁴). Jednocześnie w pełni wykorzystana biznesowo wynalazczość powinna przyczyniać się do tworzenia nowych rynków (Schumpeter 1976¹⁵) oraz do inwestycji w nowe zaplecze produkcyjne (Phelps 1964¹⁶; Tobin 1961¹⁷, 1969¹⁸, 1971¹⁹). W konsekwencji zarówno produkcja, jak i wartość dodana w gospodarce powinny rosnąć. W odróżnieniu od wydajności pracy w sferze B+R, wydajność pracy w zakresie produkcji konwencjonalnej wydaje się rosnąć systematycznie w większości największych gospodarek świata (tabela 11).

Tabela 11. Średnia wydajność pracy w przeliczeniu na jedną przepracowaną godzinę, ceny stałe 2009, dane w USD

	Średnia wydajność pracy w przeliczeniu na 1 przepracowaną godzinę, ceny stałe 2009, dane w USD		
Kraj/lata	1950–1970	1971–1990	1991–2007
Kanada	23,86	33,68	42,78
Dania	17,80	31,11	45,37
Finlandia	11,53	23,40	39,95
Francja	14,32	31,45	48,99
Japonia	8,23	20,49	34,28
Holandia	17,58	37,14	52,58
Norwegia	20,04	41,15	69,23
Szwecja	20,57	32,67	43,23
Wielka Brytania	14,45	24,69	40,88
USA	23,54	35,33	47,18
Indie	b.d.	b.d.	b.d.
Chiny	b.d.	b.d.	b.d.
Brazylia	4,46	8,43	10,12

Źródło: The Conference Board Total Economy Database, January 2010, <http://www.conference-board.org/economics/database.cfm>.

Wartość dodana w gospodarce w efekcie wysiłku badawczo-rozwojowego może być szacowana, w długim okresie, jako średnia wartość Produktu Krajowego Brut-

¹³ P.M. Romer, *Increasing Returns and Long – Run Growth*, „Journal of Political Economy” 1986, No. 94, s. 1002–1037.

¹⁴ G.M. Grossman, H. Helpman, *Innovation and Growth in the Global Economy*, Cambridge, London, 4th ed., 1993.

¹⁵ J. Schumpeter, *Capitalism, Socialism and Democracy*, New York 1976.

¹⁶ E.S. Phelps, *Models of Technical Progress...*

¹⁷ J. Tobin, *Money, Capital and Other Stores of Value*, „American Economic Review”, May 1961, No. 51, s. 26–37.

¹⁸ J. Tobin, *A General Equilibrium Approach to Monetary Theory*, „Journal of Money, Credit and Banking”, February 1969, No. 1, s. 15–29.

¹⁹ J. Tobin, *Essays in Economics*, vol. 1: *Macroeconomics*, Amsterdam 1971.

to na jedno krajowe zgłoszenie patentowe. Każdy patentowalny wynalazek daje w efekcie innowację produktową lub technologiczną i w dalszej konsekwencji przyczynia się do zwiększenia któregoś z agregatów PKB: konsumpcji, inwestycji, wydatków rządowych lub eksportu netto. Ponadto każdy taki wynalazek przesuwają dalej chwilową granicę możliwości technologicznych (ang. *technological frontier*) i w ten sposób przyczynia się do zwiększenia zagregowanej wartości dodanej w gospodarce. Taka transformacja wynalazczości w efekty makroekonomiczne wymaga czasu, więc wskaźnik PKB na jedno krajowe zgłoszenie patentowe należy stosować raczej do analiz długookresowych. W długim okresie można zauważyć znaczące zróżnicowanie w globalnej gospodarce pod względem zagregowanej zdolności osiągania korzyści ekonomicznych z wynalazczości (tabela 12). Zróżnicowanie to wydaje się pogłębiać z każdą dekadą i zdaje się być trudne do wyjaśnienia czynnikami takimi jak: wydajność pracy, wydajność działalności B+R, rozmiary wysiłku badawczo rozwojowego, PKB *per capita* czy tempo wzrostu gospodarczego.

W latach 1991–2007, po raz pierwszy chyba od zakończenia II wojny, w światowej gospodarce zaczęło się pojawiać – selektywnie co prawda – zjawisko malejących zagregowanych korzyści ekonomicznych z wynalazczości, przejawiające się ujemnym krańcowym PKB na jedno krajowe zgłoszenie patentowe (wcześniej widoczne było w Japonii), od lat 90. XX wieku także w Kanadzie, USA, Danii oraz w Chinach. Wydaje się być ono odwrotnie proporcjonalne do bezwzględnych rozmiarów działalności badawczo-rozwojowej.

Tabela 12. Średni PKB na jedno krajowe zgłoszenie patentowe
(USD PPP, ceny stałe 2007)

Kraj/lata	Średni PKB na jedno krajowe zgłoszenie patentowe (USD PPP, ceny stałe 2007)		
	1950–1970	1971–1990	1991–2007
Kanada	175 640 776,04	290 160 451,59	275 040 004,98
Dania	66 101 104,84	123 520 847,15	115 773 750,36
Finlandia	58 750 614,87	63 919 180,53	66 875 987,02
Francja	46 111 772,14	98 505 039,74	130 038 794,23
Japonia	13 501 330,56	12 932 500,34	10 839 609,89
Holandia	64 228 212,60	164 162 113,53	247 016 417,26
Norwegia	46 808 555,59	135 478 887,23	172 287 689,90
Szwecja	23 881 867,05	47 635 609,13	79 490 074,34
Wielka Brytania	32 235 796,11	54 454 519,05	89 482 609,00
USA	49 522 463,74	95 027 896,56	75 848 094,95
Indie	468 617 623,01	658 695 854,50	827 356 749,90
Chiny	140 640 040,74	301 769 448,87	199 093 604,29
Brazylia	117 013 151,70	417 099 155,52	499 806 012,23

Źródło: opracowanie własne.

Można zakładać istnienie pośrednich korzyści z wynalazczości, związanych z dyfuzją w skali gospodarki globalnej, np. wynalazek opracowany i zgłoszony do patentowania w USA może przynieść korzyści poprzez jego komercjalizację na rynkach zagranicznych (np. Eaton, Kortum 1999²⁰). Jeżeli jednak by tak było, w długim okresie kraje o ujemnym krańcowym wskaźniku PKB na jedno krajowe zgłoszenie patentowe powinny charakteryzować się wyraźnie dodatnim bilansem płatniczym, co wcale nie jest regułą. Co więcej, w długim okresie efekty takiego dodatniego bilansu płatniczego powinny znaleźć odzwierciedlenie w stopie wzrostu gospodarczego i w konsekwencji w dodatnim krańcowym PKB na jeden wynalazek. Długookresowy spadek średniego PKB na jedno zgłoszenie patentowe wydaje się zatem zjawiskiem wewnątrznie sprzecznym, nawet z uwzględnieniem procesów dyfuzji innowacji. W większości dużych gospodarek o rozwiniętym systemie rynkowym zarówno działalność badawczo-rozwojowa, jak i jej późniejsze wykorzystanie opiera się na sektorze przedsiębiorstw. W świetle przytoczonych powyżej danych makroekonomicznych pojawia się pytanie: dlaczego większość światowego wysiłku badawczo-rozwojowego ma miejsce na tych rynkach, które wydają się zwracać ujemne efekty ekonomiczne? Jaki ma to związek z działalnością przedsiębiorstw i strategiami korporacji działających w tych krajach?

3.3. Korporacja i procesy innowacyjne

Przedsiębiorstwa dokonują innowacji wtedy, kiedy mają szansę uzyskać jakieś dodatkowe korzyści, tzw. premię za innowację, dzięki wylansowaniu nowych produktów na rynku lub dzięki zwiększeniu produktywności (Arrow 1962²¹; Barzel 1968²²; Kamien, Schwartz 1982²³; Scherer 1967²⁴; Loury 1979²⁵). Premia za innowację ma skłonność do zmniejszania się w miarę, jak coraz więcej firm dokonuje innowacji w ramach tego samego rynku. Innowacyjność powoduje, między innymi, coraz większą różnorodność dóbr oferowanych konsumentom. Może zaistnieć sprzeczność między optymalnym zróżnicowaniem dóbr z punktu widzenia konsumentów, a tym samym zróżnicowaniem postrzeganym z punktu widzenia interesów producen-

²⁰ J. Eaton, S. Kortum, *International Technology Diffusion...*, s. 537–565.

²¹ K.J. Arrow, *Economic Welfare and the Allocation of Resources for Invention*, [w:] R. Nelson, *The Rate and Direction of Inventive Activity: Economic and Social Factors*, NBER Princeton University Press 1962.

²² Y. Barzel, *Optimal Timing of Innovations*, „Review of Economics and Statistics” 1968, No. 50, s. 348–355.

²³ M.I. Kamien, N.L. Schwartz, *Market Structure and Innovation*, Cambridge 1982.

²⁴ F.M. Scherer, *Research and Development under Rivalry*, „Quarterly Journal of Economics” 1967, No. 71, s. 359–394.

²⁵ G.C. Loury, *Market Structure and Innovation*, „Quarterly Journal of Economics” 1979, No. 93, s. 395–410.

tów (Spence 1976²⁶; Dixit–Stiglitz 1977²⁷). Niektórzy ekonomiści wskazują, zgodnie z założeniami Schumpetera, że innowacyjność to przede wszystkim reakcja przedsiębiorstw na zewnętrzne bodźce oraz absorpcja egzogenicznych odkryć naukowych raczej niż akt spontanicznego, wewnątrzsterownego tworzenia. Zarówno reakcja na bodźce zewnętrzne, jak i absorpcja wynalazków odbywają się pod ciągłą presją na jakiś rodzaj naśladownictwa wobec innych producentów (Katz, Shapiro 1985²⁸; Farrel, Saloner 1985²⁹; Abrahamson, Rosenkopf 1990³⁰, 1993³¹). Jednocześnie wszelkie nakłady środków produkcji powinny być analizowane z uwzględnieniem kosztu alternatywnego, dla którego najbardziej oczywistym punktem odniesienia są inwestycje w niespecyficzne zasoby finansowe (Jensen 1993, 1999³²). W przypadku działalności korporacji taki punkt odniesienia jest tym bardziej uzasadniony, że często wchodzi one w posiadanie wyników prac badawczo-rozwojowych a nawet trwających procesów innowacyjnych poprzez fuzje i przejęcia (Sudarsanam 2003³³).

Może być zatem tak, że działalność innowacyjna przedsiębiorstw jest jednocześnie racjonalna i nieoptymalna w miarę jak naśladownictwo między firmami odgrywa coraz większą rolę. Jednocześnie kiedy działalność badawczo-rozwojowa zostanie raz uruchomiona z jakimś początkowym wsadem kapitałowym, staje się ona względnie autonomiczna pod względem celów i ścieżek rozwoju wobec ogólnych celów biznesowych organizacji, której jest częścią (Phelps 1964³⁴; Barzel 1968³⁵). Działalność korporacji na rynku kapitałowym oraz ich możliwość szybkiego inwestowania znaczącego kapitału w niespecyficzne aktywa finansowe może powodować, iż względnie autonomiczna działalność B+R jest prowadzona nawet w stosunkowo

²⁶ M. Spence, *Product Differentiation and Welfare*, „The American Economic Review”, Vol. 66, No. 2, Papers and Proceedings of the Eighty – eighth Annual Meeting of the American Economic Association (May 1976), s. 407–414.

²⁷ A.K. Dixit, J.E. Stiglitz, *Monopolistic Competition and Optimum Product Diversity*, „The American Economic Review” 1977, Vol. 67, Issue 3, s. 297–308.

²⁸ M.L. Katz, C. Shapiro, *Network Externalities, Competition and Compatibility*, „American Economic Review” 1985, No. 75, s. 424–440.

²⁹ J. Farrel, G. Saloner, *Standardization, Compatibility and Innovation*, „Rand Journal of Economics” 1985, No. 16, s.70–83.

³⁰ E. Abrahamson, L. Rosenkopf, *When do Bandwagon Diffusion Roll? How Far do They Go? And When do They Roll Backwards? A Computer Simulation*, „Proceedings of the Academy of Management Best Paper” 1990, s. 155–159.

³¹ E. Abrahamson, L. Rosenkopf, *Institutional and Competitive Bandwagons: Using Mathematical Modeling As a Tool to Explore Innovation Diffusion*, „Academy of Management Review” 1993, No. 18, s. 487–517.

³² M.C. Jensen, *The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems*, „Journal of Finance” 1993, s. 831–880.

³³ S. Sudarsanam, *Creating Value from Mergers and Acquisitions. The Challenges*, Pearson Education, 2003.

³⁴ E.S. Phelps, *Models of Technical Progress...*

³⁵ Y. Barzel, *Optimal Timing of Innovations...*, s. 348–355.

niesprzyjających warunkach ekonomicznych, a zyski z inwestycji czysto finansowych kompensują problematyczne korzyści z innowacyjności. Tezę tą spróbujemy rozwinąć podejmując analizę konkretnych przypadków sześciu dużych korporacji – Ford Motor, General Motors, Honda, Chevron, Akzo Nobel, IBM – oraz ich działalności w latach 2001–2008. Pierwsze trzy z nich należą do sektora motoryzacyjnego³⁶, który jest pod ciągłą i silną presją w kierunku innowacyjności, zarówno ze strony rynków zbytu, jak i wciąż zaostrzających się regulacji prawnych w zakresie ochrony środowiska. Ford Motor deklaruje w swoim raporcie rocznym 10-K, za rok 2008, że jednym z największych wyzwań dla firmy jest sprostanie nowym wymogom prawnym postawionym przez Komisję Europejską. Chodzi tu o zintegrowany system rejestracji, ewaluacji i autoryzacji wykorzystania wszelkich substancji chemicznych, których przerób roczny przewyższa jedną tonę. System ten, zwany REACH, może zdaniem kadry kierowniczej Forda, zmienić alokację nakładów na badania i rozwój, powodując ich przesunięcie od przedsięwzięć zorientowanych na produkt i konsumenta do tych ukierunkowanych na zgodność z dyrektywą REACH.

Deklarowana przez Forda strategia innowacyjna skupia się na dwóch elementach: a) rozwój nowych produktów b) badania podstawowe. Na razie działalność badawcza związana z inżynierią samego procesu produkcyjnego jest wykluczona z obszaru działalności własnej firmy Ford. W zakresie rozwoju nowych produktów deklarowane priorytety Forda to większa oferta pojazdów oszczędnych, o niskim zużyciu paliwa, w tym hybrydowych oraz infrastruktura dla ich natychmiastowego ładowania.

W przypadku General Motors deklarowany priorytet strategiczny w zakresie działalności badawczo-rozwojowej obejmuje rozwój alternatywnych metod napędu i zajęcie pozycji lidera w branży motoryzacyjnej w tym zakresie, w pięciu obszarach technologicznych: 1) oszczędności paliwa w tradycyjnych jednostkach napędowych, 2) rozwoju silników na paliwa alternatywne, w tym na biopaliwa, 3) rozwój gamy pojazdów hybrydowych, 4) pojazdy elektryczne z możliwością natychmiastowego ładowania, 5) wodorowe ogniwa paliwowe.

Model biznesowy General Motors zakłada, że każdy rodzaj działalności innowacyjnej jest dzielony między dwa obszary funkcjonalne w firmie: globalny i lokalny. Globalne projekty innowacyjne GM skupiają się na wszystkim co w konstrukcji samochodu nie jest widoczne z zewnątrz i co w żargonie tej firmy określane jest jako

³⁶ Porównanie General Motors i Forda z Hondą oraz innymi firmami można uznać za obserwację rzeczy oczywistych. Obaj amerykańscy giganci motoryzacyjni są dobrze znani z trwających od dawna problemów z rentownością. Jednakowoż, są to duże korporacje i są reprezentatywne dla kategorii dużych korporacji przemysłowych, działających od lat na granicy racjonalności ekonomicznej. Chodzi tu o firmy, w których utrzymanie miejsc pracy oraz związana z tym zewnętrzna presja społeczna i polityczna są często ważniejsze niż względy czysto finansowe. Jednocześnie analiza przypadków jako taka ma za zadanie wprowadzać różnorodność i nie musi pretendować do uniwersalnej reprezentatywności. W związku z tym analiza przypadków firm GM oraz Ford w kontekście innych przedsiębiorstw jest uzasadniona.

„architektura”: napęd, układ kierowniczy, zawieszenie, hamulce, ogrzewanie, wentylacja, klimatyzacja, układ elektryczny. Lokalna działalność innowacyjna, prowadzona w skali rynków regionalnych (kontynentalnych oraz subkontynentalnych), związana jest z elementami charakterystycznymi dla poszczególnych marek pojazdów, czyli z desingiem i tuningiem.

Trzecia z analizowanych firm – Honda Motor, ma nieco inne podejście do procesów innowacyjnych. Po pierwsze, w odróżnieniu od dwóch pozostałych, korzenie Honda Motor prowadziła działalność badawczo-rozwojową w Honda Technical Research Institute założonym w 1946 roku przez Soichiro Hondę. O ile w firmach amerykańskich działalność badawczo-rozwojowa wydaje się być głównie reakcją na presję rynków zbytu i otoczenia społecznego, o tyle Honda kładzie nacisk przede wszystkim na własną, wewnętrzną kreatywność, gdzie każdy projekt konkretnych zastosowań powinien być rozwinięciem oryginalnego, powstałego wewnątrz firmy pomysłu.

Działalność B+R w ramach korporacji Honda Motor jest prowadzona głównie w wydodrębnionych spółkach. Honda R&D Co., Ltd. jest spółką odpowiedzialną za badania i rozwój w zakresie produktów, stanowiąc spółkę matkę dla firm regionalnych o identycznym profilu: Honda R&D Americas, Inc. w USA, Honda R&D Europe (Deutschland) GmbH w Niemczech. Honda Engineering Co., Ltd., zajmuje się innowacyjnością w zakresie procesu produkcyjnego, nadzorując działalność centrów badawczych skupionych wokół niej oraz wokół jej spółki zależnej Honda Engineering North America, Inc. Każda z tych spółek prowadzi lokalne przedsięwzięcia podzielone na trzy obszary technologiczne: motocykle, samochody i jednostki napędowe, często w postaci joint-ventures z partnerami zewnętrznymi. Honda prowadzi także badania podstawowe w dwóch obszarach: a) rozwój platformy technologicznej dla produkcji etanolu z miękkiej biomasy (łodygi, liście, np. słoma ryżowa) oraz b) robotyka, z ukierunkowaniem na technologię ASIMO.

Czwarty z analizowanych przypadków, Chevron Corporation, to spółka matka struktury korporacyjnej złożonej z przedsiębiorstw działających w takich obszarach, jak: wydobywanie ropy naftowej i gazu, produkcja paliw, energetyka i usługi w zakresie energetyki. Jedną ze spółek tej struktury, Chevron Technology Ventures (CTV) zajmuje się wyłącznie komercjalizacją wynalazków, finansowaniem ich wdrożenia oraz integracją z technologiami całej korporacji. CTV prowadzi również działalność polegającą na tzw. „magazynowaniu” (ang. *shelving*) wynalazków, dla których nie ma natychmiastowego zastosowania, lecz które rokuje nadzieje w przyszłości. Działalność CTV dzieli się na cztery jednostki biznesowe: Chevron Technology Ventures Investments (CTVI), biopaliwa, technologie wodorowe, odnawialne źródła energii. Pierwsza z nich to fundusz venture capital, który zajmuje się inwestowaniem we wczesne fazy rozwoju firm posiadających technologie cenne dla Chevron Corporation oraz integracją działalności tych firm z działalnością całej grupy. Pozostałe trzy firmy to jednostki badawczo-rozwojowe w ścisłym tego słowa znaczeniu. Inna spółka w ramach grupy Chevron, Technology Marketing (TEMA), zajmuje się komercjalizacją technologii rafinacji ropy naftowej oraz usługami technologicznymi dla rafine-

rii poprzez dwie spółki joint-venture : Chevron Lummus Global LLC oraz Advanced Refining Technologies LP. Branża paliwowo-energetyczna, w której działa Chevron Corporation jest określana jako tzw. rynek pionowy (ang. *vertical market*). Kluczowym czynnikiem sukcesu biznesowego w tej branży jest objęcie działalnością jak najdłuższego łańcucha przetwórczego, poczynając od wydobycia aż do komercjalizacji produktów petrochemicznych. W zakresie wydobycia (ang. *upstream*) innowacyjność jest silnie związana z konkretnymi złożami oraz ich unikalnymi cechami geologicznymi. Zagrożenie niedozwoloną imitacją ze strony konkurentów jest niewielkie. Z kolei w biznesie przetwórczym firmy Chevron (ang. *downstream*) patentowanie odgrywa większą rolę, jako że stosowane tu wynalazki w większym stopniu poddają się imitacji.

Akzo Nobel to firma chemiczna, skupiająca się obecnie na trzech obszarach: farbach dekoracyjnych, specjalistycznych technologiach powłok przemysłowych, chemikaliach specjalistycznych, z wartością dodaną przeszłą działalnością w zakresie biotechnologii. Ta ostatnia została sprzedana w 2007 roku, razem z firmą Organon Biosciences. Z organizacyjnego punktu widzenia działalność B+R firmy Akzo Nobel jest skupiona w odrębnej jednostce, tzw. Research, Development & Innovation (RD&I), gdzie działalność innowacyjna polega na zastosowaniu wyników badań podstawowych w trzech obszarach – roztworów koloidowych, reologii, materiałoznawstwa – do rozwoju konkretnych produktów. Mniej więcej 57% nakładów badawczo-rozwojowych firmy Akzo Nobel jest wydawane w Europie, 22% na rynku azjatyckim, 21% na rynku amerykańskim. W porównaniu z firmami motoryzacyjnymi z jednej strony oraz sektorem paliwowo-energetycznym z drugiej, Akzo Nobel to firma o średnio długim łańcuchu przetwórczym.

IBM (International Business Machines) to firma informatyczna, przechodząca proces reorientacji z rynku produktów gotowych w kierunku koncentracji na złożonych usługach informatycznych. Specyfika tego biznesu powoduje, że funkcja badawczo-rozwojowa jest często trudna do precyzyjnego oddzielenia od bezpośrednich zastosowań biznesowych dokonywanych wynalazków. Według własnych deklaracji firmy IBM, jej procesy innowacyjne związane są z rozwojem nowego modelu systemów informatycznych, w którym architektura typu „klient – serwer” jest zastępowana przez sieci otwarte, o charakterze modułowym, funkcjonujące w ścisłym powiązaniu z globalnymi systemami łączności.

Analizowane firmy wykazują duże zróżnicowanie pod względem poprzedzającego patentowanie wysiłku badawczo-rozwojowego, mierzonego stopą niekapitalizowanych nakładów B+R w relacji do przychodów (tabela 13). Wyraźnie odróżnia się Chevron Corporation, wydająca niewiele więcej ponad 0,2% swoich przychodów na badania i rozwój. Pozostałe pięć firm wydaje zwykle między 3 a 7% przychodów na działalność B+R, czempionem wysiłku innowacyjnego jest IBM, ze średnią długo-okresową stopą nakładów B+R równą 6,1%.

Tabela 13. Niekapitalizowane nakłady na działalność badawczo-rozwojową, jako procent przychodów netto, w latach 2001–2008, dla firm: Ford, General Motors, Honda, Toyota, Chevron, Akzo Nobel, IBM

Rok	Ford	GM	Honda	Chevron	Akzo Nobel	IBM
2001	4,5%	3,6%	5,5%	0,2%	6,0%	6,0%
2002	4,7%	3,4%	5,4%	0,2%	6,5%	5,9%
2003	4,6%	3,3%	5,5%	0,2%	6,8%	5,7%
2004	4,3%	3,3%	5,5%	0,2%	6,4%	5,9%
2005	4,5%	3,4%	5,4%	0,2%	6,4%	6,4%
2006	4,5%	3,2%	5,2%	0,2%	6,4%	6,7%
2007	4,3%	4,5%	5,0%	0,3%	2,4%	6,2%
2008	5,0%	5,4%	4,9%	0,3%	2,3%	6,1%
Średnia	4,6%	3,8%	5,3%	0,2%	5,4%	6,1%

Źródło: raporty roczne spółek.

Bezpośrednim efektem prac badawczo-rozwojowych są wynalazki, których liczbę mierzy się tu liczbą zgłoszeń patentowych składanych przez poszczególne firmy w US Patent & Trademark Office³⁷ (tabela 14). Wśród analizowanych firm czempionem wynalazczości poddawanej patentowaniu jest Honda Motor, z 5470 zgłoszeniami patentowymi złożonymi w okresie od roku 2001 do 2008 włącznie. Jest to większość zgłoszeń patentowych złożonych łącznie przez wszystkie trzy analizowane firmy motoryzacyjne (7467), co z kolei wyraźnie przeważa nad zgłoszeniami patentowymi pozostałej trójki firm (Chevron – 686, Akzo Nobel – 236, IBM – 550). Różnice w patentowaniu wynalazku nie mają prostego wyjaśnienia w zróżnicowaniu wydatków na badania i rozwój; jednocześnie patentowanie wynalazków w czterech przypadkach na sześć (wyjątkami są tu IBM i Ford), wydaje się układać w pewien długoterminowy cykl, trwający ok. siedem lat, z fazą szczytową w latach 2006 i 2007. Chevron Corporation jest znowu przypadkiem szczególnym, wykazując wyjątkowo silne zmiany cykliczne w patentowaniu wynalazków.

Zestawienie nakładów B+R z liczbą zgłoszeń patentowych dla każdej z sześciu firm pozwala dokonać interesującego porównania: przeciętnego kosztu rozwoju jednego wynalazku poddawanego patentowaniu. Największą produktywność działalności B+R, według tego kryterium wykazują Honda i Chevron, ze średnim kosztem równym odpowiednio: 6,42 mln USD oraz 9,73 mln USD. Inne firmy charakteryzują się znacznie wyższym przeciętnym kosztem otrzymania jednego wynalazku, z General Motors na samym końcu (średnio 129,38 mln USD). Zróżnicowanie produk-

³⁷ Wszystkie sześć firm prowadzi działalność silnie skupioną na rynku amerykańskim, zaś US Patent & Trademark Office jest traktowany jako jeden z trzech tzw. referencyjnych urzędów patentowych w skali rynku światowego, wraz z urzędem patentowym Japonii oraz Europejskim Urzędem Patentowym.

tywności działalności B+R jest istotniejsze pomiędzy trzema analizowanymi firmami motoryzacyjnymi – Ford, GM i Honda – niż w ramach całej grupy sześciu firm. Może to wskazywać na istotne powiązanie tejże produktywności z szerzej rozumianą przewagą komparatywną.

Tabela 14. Liczba zgłoszeń patentowych składanych rocznie w US Patent and Trademark Office, w latach 2001–2008, dla firm: Ford, General Motors, Honda, Toyota, Chevron, Akzo Nobel, IBM

Rok	Ford	GM	Honda	Chevron	Akzo Nobel	IBM
2001	32	41	350	7	9	120
2002	267	53	483	10	11	54
2003	179	63	563	73	19	62
2004	178	85	788	91	57	63
2005	184	68	942	135	56	86
2006	245	86	853	140	55	48
2007	314	64	855	152	25	85
2008	111	27	636	78	4	32

Źródło: US Patent & Trademark Office

Innowacyjność powinna przynieść w efekcie inwestycje w zasoby specyficzne przedsiębiorstwa, co z kolei powinno prowadzić do: a) tymczasowej przewagi konkurencyjnej i odpowiedniego zwiększenia przychodów i zysków (albo utrzymania ich na stosunkowo wysokim poziomie w niesprzyjającym otoczeniu ekonomicznym) b) ponadprzeciętnej zdolności przyciągania inwestorów.

Jeżeli chodzi o inwestycje, netto po potrąceniu odpisów amortyzacyjnych, każda z analizowanych firm jest przypadkiem szczególnym sama w sobie, bez wyraźnych reguł. Trzy firmy motoryzacyjne – Ford, GM i Honda – charakteryzują się średnimi inwestycjami netto o średniej rocznej wartości odpowiednio: 359, –4607 oraz 1375 mln USD. Pionowo zintegrowana Chevron Corporation jawi się tu jako lider inwestowania, ze średnimi rocznymi inwestycjami netto równymi 3104 mln USD.

Naubliższa jej branżowo firma AkzoNobel wykazuje z kolei średnią roczną wartość inwestycji netto na poziomie – 10 mln USD. IBM, jedyna firma z sektora IT wśród analizowanych przypadków, średnio rocznie inwestuje ponad 400 mln USD. Patrząc z punktu widzenia stopy inwestycji netto³⁸, Honda Motor oraz Chevron również charakteryzują się największą aktywnością (odpowiednio 1,7% oraz 1,4%), za nimi plasują się IBM (0,5%) oraz Ford (0,2%), dalej General Motors i AkzoNobel z ujemną stopą inwestycji netto.

³⁸ Inwestycje netto dzielone przez przychody netto.

Tabela 15. Inwestycje netto w latach 2001–2008, firm: Ford, General Motors, Honda, Toyota, Chevron, Akzo Nobel, IBM

Rok	Ford (mln USD)	GM (mln USD)	Honda (mln USD)	Chevron (mln USD)	Akzo Nobel (mln EUR)	IBM (mln USD)
2001	1300,0	–3932,0	940,1	–614,0	148,0	1025,0
2002	1900,0	–4994,0	868,6	1031,0	8,0	884,0
2003	1900,0	–6422,0	851,0	–373,0	–71,0	–26,0
2004	–100,0	–6449,0	708,2	863,0	–14,0	–214,0
2005	–1000,0	–7618,0	1344,7	2241,0	–55,0	–620,0
2006	1553,0	–2983,0	1652,2	5294,0	–23,0	829,0
2007	–267,0	–1971,0	2299,8	7419,0	4,0	930,0
2008	–2413,0	–2484,0	2337,2	8967,0	–78,0	397,0

Źródło: raporty roczne spółek.

Zakładając, że innowacyjność powinna przynieść przedsiębiorstwu efekty operacyjne w postaci przychodów lub rentowności, przyjrzyjmy się przychodom analizowanych sześciu firm oraz ich dynamice w okresie od 2001 roku do 2008 roku łącznie (tabela 16). Chevron Corporation wykazuje zarówno największe przychody, jak i najwyższą ich dynamikę (153,8% od 2001 do 2008 roku). Na drugim miejscu pod względem dynamiki przychodów znajduje się Honda Motor (+ 125%), dalej zaś, z wyraźnie gorszą dynamiką, uplasowały się IBM oraz AkzoNobel (odpowiednio: + 24,8% i +9,2%). Lata 2001–2008 przyniosły zmniejszenie skali działalności pozostałym dwóm firmom: General Motors (–11,9%) oraz Ford (–8,9%). Pod względem rentowności netto wyraźnym liderem jest IBM, w następnej kolejności zaś: Chevron, Akzo Nobel, Honda, Ford oraz GM (tabela 17).

Tabela 16. Przychody netto w latach 2001–2008, firm: Ford, General Motors, Honda, Toyota, Chevron, Akzo Nobel, IBM

Rok	Ford (mln USD)	GM (mln USD)	Honda (mln USD)	Chevron (mln USD)	Akzo Nobel (mln EUR)	IBM (mln USD)
2001	160 652,0	169 051,0	52 682,1	104 409,0	14 110,0	83 067,0
2002	162 256,0	177 867,0	58 949,0	98 961,0	14 002,0	81 186,0
2003	164 331,0	185 837,0	70 581,7	119 575,0	13 051,0	89 131,0
2004	172 255,0	195 351,0	77 809,4	150 865,0	12 833,0	96 293,0
2005	176 835,0	194 655,0	78 473,2	193 641,0	13 000,0	91 134,0
2006	160 065,0	204 467,0	83 682,4	204 892,0	13 737,0	91 424,0
2007	172 455,0	179 984,0	96 104,9	214 091,0	15 255,0	98 786,0
2008	146 277,0	148 979,0	118 546,5	264 958,0	15 415,0	103 630,0

Źródło: raporty roczne spółek.

Tabela 17. Wskaźnik rentowności netto w latach 2001–2008, firm: Ford, General Motors, Honda, Toyota, Chevron, Akzo Nobel, IBM

Rok	Ford	GM	Honda	Chevron	Akzo Nobel	IBM
2001	–3,4%	0,2%	3,6%	3,1%	4,8%	9,3%
2002	–0,6%	1,0%	4,9%	1,1%	5,8%	4,4%
2003	0,3%	2,1%	5,4%	6,0%	4,6%	8,5%
2004	1,8%	1,4%	5,7%	8,8%	7,4%	8,8%
2005	0,8%	–5,4%	5,6%	7,3%	7,4%	8,7%
2006	–7,9%	–1,2%	6,0%	8,4%	8,4%	10,4%
2007	–1,6%	–24,1%	5,4%	8,7%	5,6%	10,5%
2008	–10,0%	–20,7%	5,0%	9,0%	4,8%	11,9%

Źródło: raporty roczne spółek.

Jeżeli przyjąć schumpeterowskie założenie, iż wynalazki mają skłonność do akumulowania wokół siebie kapitału, warto przyjrzeć się jego akumulacji w analizowanych firmach. W krótkim okresie procesy akumulacji kapitału można opisać poprzez obserwację zmiany wartości księgowej aktywów (tabela 18). Chevron Corporation jest w tym zakresie absolutnym liderem, zwiększając swe aktywa średnio rocznie o 163,88 milionów dolarów. Dalej plasują się Ford, Honda i IBM, ze średnią roczną akumulacją wynoszącą odpowiednio: 14,67 milionów, 12,47 milionów oraz 12,46 milionów. General Motors wykazuje utratę kapitału, średnio rocznie o – 2,44 miliony USD. Długoterminową zdolność do akumulacji kapitału oszacowano tu za pomocą wskaźnika q Tobina³⁹ (tabela 19). IBM oraz Honda wypadają najlepiej pod tym względem, utrzymując wieloletnią średnią powyżej $q = 2$, pozostałe cztery firmy charakteryzują się długookresową średnią q w okolicach 1,00.

Tabela 18. Roczna bezwzględna zmiana wartości księgowej aktywów, w latach 2002–2008, w firmach: Ford, General Motors, Honda, Toyota, Chevron, Akzo Nobel, IBM

Rok	Ford (mln USD)	GM (mln USD)	Honda (mln USD)	Chevron (mln USD)	Akzo Nobel (mln EUR)	IBM (mln USD)
2002	10 119,00	101,00	942,06	–213,00	–136,00	13 735,56
2003	21 392,00	1648,00	9382,01	4111,00	–835,00	6944,23
2004	–3670,00	689,00	12 439,10	11 738,00	–3,00	4650,98
2005	–23 750,00	1595,00	11 381,29	32 625,00	474,00	–2516,34
2006	14 922,00	–4912,00	5129,57	6795,00	360,00	–4504,25
2007	–5131,00	–1372,00	5269,23	16 158,00	6458,00	9711,25
2008	–62 750,00	501,00	14 541,84	12 379,00	–509,00	–28 971,72

Źródło: raporty roczne spółek.

³⁹ $Q = (\text{kapitalizacja giełdowa spółki} + \text{wartość księgowa aktywów} - \text{kapitały własne}) / \text{wartość księgowa aktywów}$.

Tabela 19. Wartość wskaźnika q Tobina, na koniec roku kalendarzowego, w latach 2001–2008, firm: Ford, General Motors, Honda, Toyota, Chevron, Akzo Nobel, IBM

Rok	Ford	GM	Honda	Chevron	Akzo Nobel	IBM
2001	1,13	0,97	2,19	1,80	1,91	3,05
2002	1,06	1,04	1,80	1,50	1,51	2,15
2003	1,03	1,00	1,85	1,69	1,52	2,24
2004	1,03	0,99	1,84	1,69	1,53	2,21
2005	1,03	1,00	1,87	1,50	1,65	1,91
2006	1,04	1,13	2,17	1,67	1,72	2,14
2007	1,04	1,38	2,88	1,78	1,17	2,01
2008	1,13	1,98	1,85	1,38	0,94	1,91

Źródło: raporty roczne spółek.

Analiza sześciu przypadków pozwoliła wyodrębnić różne typy procesu przekształcania postępu naukowo-technicznego w zmiany technologiczne o praktycznym zastosowaniu biznesowym. Efektywność procesu przekształcania wysiłku badawczo-rozwojowego w konkretne wynalazki, mierzona średnimi nakładami B+R na jeden wynalazek zgłaszany do patentowania, wydaje się być kluczową zmienną kształtującą procesy innowacyjne wszystkich sześciu firm. Honda i Chevron to typowe przykłady wysoce efektywnego przejścia od prac B+R do komercjalizacji wynalazków, choć każda z tych firm działa w innych warunkach. Honda znajduje się pod silną presją zewnętrzną na przyspieszanie procesów innowacyjnych, Chevron może sobie pozwolić na nieco większą dozę innowacyjności opartej na czysto wewnętrznej kreatywności.

Warto zauważyć, że obie firmy zdają się traktować wczesne stadia procesów innowacyjnych jako stosunkowo niezależne wobec reszty biznesu, skupiając je w odrębnych jednostkach organizacyjnych. Niezależnie od rozmiarów wysiłku innowacyjnego oraz jego czynników sprawczych, wydaje się istnieć istotna zależność między efektywnością prac badawczo-rozwojowych, zdolnością firmy do akumulacji kapitału, modernizacją zaplecza technologicznego i umiejętnością wykorzystywania wynalazków do zwiększania sprzedaży.

3.4. Ryzyko związane z szybkim postępowaniem technicznym – analiza przypadku Suncor Energy

W 1921 roku wydano książkę Frank'a H. Knight'a pt. *Ryzyko, niepewność i zysk* (ang. oryg. *Risk, Uncertainty and Profit*), w której chyba po raz pierwszy do rangi głównego elementu zarządzania przedsiębiorstwem podniesiono odpowiednie oszacowa-

nie ryzyka i umiejętność podejmowania decyzji z uwzględnieniem ryzyka. Zdaniem Knight'a jedną z cech charakterystycznych korporacji jest rozproszenie ryzyka poprzez konstrukcję spółki kapitałowej oraz wyraźne odróżnienie zwykłego wynagrodzenia za świadczenie pracy od premii za odpowiednie zarządzanie ryzykiem. Przyjrzyjmy się bliżej ryzyku, jakie podejmują i na jakie są narażone korporacje oraz za ich pośrednictwem całe systemy ekonomiczne.

Zarządzanie ryzykiem opiera się na czterech filarach konceptualnych, którymi są: niepewność, przyczynowość, podobieństwo zdarzeń oraz premia za ryzyko. Nie potrafimy dokładnie przewidzieć przyszłości i we wszystkich naszych działaniach jesteśmy obciążeni niepewnością odnośnie ich konsekwencji. Tak jest w przypadku pojedynczych ludzi i ich codziennych zachowań oraz decyzji podejmowanych przez struktury kierownicze dużych korporacji. Niepewność odnosi się do tego, jakie skutki będą miały nasze własne działania oraz działania innych podmiotów. Owe skutki będą miały dalsze skutki – takie jest prawo przyczynowości. Jedno zdarzenie wyzwala cały ciąg konsekwencji, czasami długi i złożony, czasami prosty i szybko wygasający w czasie.

Próba jak najbardziej racjonalnego przewidzenia owych ciągów zdarzeń – czyli oszacowanie ryzyka – opiera się na zasadzie wykorzystywanej przez wszystkie żywe organizmy na naszej planecie: podobne przyczyny wywołują podobne skutki. Zdarzenia mogą być do siebie podobne pod względem miejsca, czasu, przebiegu oraz innych atrybutów, a jednym z istotnych kryteriów owego podobieństwa są konsekwencje owych zdarzeń. Poślizg na mokrych liściach z punktu widzenia konsekwencji dla kierowania pojazdem jest podobny do poślizgu na błocie pośniegowym albo z powodu gołodzi. Wszystkie te zdarzenia można grupować w jednej kategorii „poślizg”, odpowiednio rozwijać technologię motoryzacyjną dla zapobiegania im (ABS), odpowiednio szkolić kierowców, utrzymywać drogi w odpowiednim stanie itd.

Naukowym odzwierciedleniem tej zasady jest rachunek prawdopodobieństwa. Definiujemy zbiór zdarzeń, których prawdopodobieństwo wystąpienia chcemy oszacować i odnosimy go do ogólnego, całkowitego zbioru zdarzeń. Grupując zdarzenia w jednym zbiorze, dokonujemy uproszczeń, np. stwierdzając na potrzeby matematyki ubezpieczeniowej, że pożar powstały w wyniku zwarcia instalacji elektrycznej jest identyczny z pożarem powstałym w wyniku wywrócenia się świecy. Te zdarzenia są różne, lecz przyjmujemy na potrzeby odpowiedniego rachunku prawdopodobieństwa, że są identyczne. To fałsz z poznawczego punktu widzenia, jednak fałsz konieczny. Gdybyśmy nie dokonywali takich uproszczeń i nie grupowali zdarzeń w kategorii, stalibyśmy wobec świata, w którym prawdopodobieństwo wystąpienia każdego unikalnego w swych cechach zdarzenia byłoby dokładnie równe prawdopodobieństwu wystąpienia innych zdarzeń. W statystyce taką sytuację określa się mianem rozkładu jednostajnego, który to rozkład w zasadzie zamyka drogę do jakiegokolwiek dalszego szacowania prawdopodobieństwa.

Działając w warunkach niepewności i wiedząc, że nasze własne działania oraz działania innych osób mogą przynieść niemożliwe do dokładnego określenia kon-

sekwencje, upraszczamy swój ogłód rzeczywistości, grupujemy zdarzenia w jednolite kategorie i na tej podstawie staramy się ujarzmić niepewność poprzez rachunek prawdopodobieństwa, łączący w różnych proporcjach intuicję i ściśle rozumowanie. Przy całej niepewności, przy wszystkich uproszczeniach i przy całej nieświadomości odnośnie własnych procesów myślowych najczęściej dokonujemy jednak w ten sposób trafnych wyborów, co zauważył cytowany Frank H. Knight. W ten sposób dochodzimy do oszacowania ryzyka.

Ryzyko to niepewność ujarzmią intelektualnie za pomocą naszych założeń odnośnie przyczynowości i podobieństwa zdarzeń. W wielu obszarach życia można zauważyć, że jedni ludzie lepiej przewidują przyszłe niepewne zdarzenia niż inni. Najczęściej potrafią to robić wykorzystując wiedzę na temat przyczynowości i podobieństwa zdarzeń. Wiedza ta łączy w sobie elementy sformalizowane z intuicyjnymi, opartymi na doświadczeniu. Ludzie posiadający taką wiedzę i zdolni do zastosowania jej w praktyce potrafią z tego czerpać stosunkowo duże korzyści ekonomiczne. Zarządzanie korporacją polega w dużej mierze właśnie na tym, aby w oparciu o wiedzę i doświadczenie nadać jakąś strukturę ogólnej niepewności odnośnie przyszłych zdarzeń, oszacować ją w poszczególnych kategoriach, zdefiniować jako ryzyko określonego typu i podejmować na tej podstawie decyzje, i czerpać z tego tytułu premię za ryzyko.

Pojęcie „ryzyko korporacyjne” jest często stosowane w odniesieniu zwłaszcza do interakcji między korporacją, a rynkami finansowymi. Przystudiujmy, na czym dokładnie polega ryzyko korporacyjne oraz, jak w praktyce wygląda zarządzanie nim. Posłużymy nam do tego analiza przypadku Suncor Energy Inc.⁴⁰, kanadyjskiej firmy z sektora paliwowo-energetycznego, której strategiczną misją jest, według jej własnych deklaracji, eksploatacja piasków roponośnych w kanadyjskim regionie Athabaska wraz z budową odpowiedniego łańcucha przetwórczego na ich bazie. W 2008 roku firma osiągnęła przychody w wysokości 27 680,5 mln USD – co dało jej 325 miejsce wśród 500 największych firm świata – przy zysku netto 2 003,9 mln USD, aktywach wartych 26 349 mln USD oraz kapitałach własnych 11 764 mln USD.

3.4.1. Ryzyko deklarowane przez firmę w sprawozdaniach finansowych

Według raportu finansowego za 2008 rok, na potrzeby własnego zarządzania ryzykiem Suncor Energy Inc. definiuje cztery podstawowe obszary ryzyka: 1) ryzyko operacyjne, 2) ryzyko finansowe, 3) ryzyko prawne, 4) ryzyko strategiczne.

Kategoria **ryzyka operacyjnego** w Suncor Energy Inc. obejmuje wszystkie te ryzyka szczegółowe, które bezpośrednio wpływają na zdolność firmy do normalnego prowadzenia działalności w ramach określonych w strategii biznesów, czyli: wydobywania piasków roponośnych, wydobywania gazu ziemnego, rafinacji i przerobu. Wśród ryzyk zagrażających operacyjnej ciągłości tych biznesów wymieniane są: pożary, wybuchy,

⁴⁰ Dane na temat Suncor Energy Inc. przytoczono na podstawie raportu rocznego: Suncor Energy Inc. 2008 Annual Report.

wycieki ropy, gazu oraz innych substancji niebezpiecznych, zakłócenia w dostawie i przesyłce energii elektrycznej oraz w transporcie, przechowywaniu i przetwarzaniu ropy naftowej, akty terroryzmu, kradzieży, wtargnięcia oraz ataki hakerskie. Powagę tych ryzyk ocenia się według rozmiaru szkód, jakie mogą wywołać odpowiednie zdarzenia dla osób, budynków i urzędów, systemów teleinformatycznych, systemów kontroli i przetwarzania danych, środowiska naturalnego jak również na podstawie rozmiarów i czasu trwania wynikających z tego zakłóceń w ciągłości działalności operacyjnej. Nieco innym typem ryzyka operacyjnego są zakłócenia w dostępie do pracowników o odpowiednich kwalifikacjach. Tego typu zakłócenia mają w mniejszym stopniu znamiona nagłych katastrof i bardziej wiążą się z długofalowymi procesami zarządzania kapitałem ludzkim w firmie.

Eksploracja piasków roponośnych niesie ze sobą specyficzne ryzyka technologiczne, zaliczane do ryzyka operacyjnego. Jest to technologia, w której piasek przetwarza się na masę bitumiczną w miejscu wydobywania, a następnie transportuje do wyspecjalizowanej fabryki uszlachetniającej ją do postaci syntetycznej ropy naftowej, która następnie w drodze rafinacji pozwala otrzymać produkty ropopochodne. Piaski roponośne mają zmienny skład chemiczny, co powoduje zakłócenia w wydobywaniu oraz przetwarzaniu, a nawet może prowadzić do okresowych wyłączeń linii technologicznej. Wydobywanie odbywa się w surowych warunkach klimatycznych, gdzie w okresie zimowym wydobywanie jest znacznie trudniejsze i bardziej kosztowne. W odróżnieniu od złóż ropy naftowej, złoża piasków roponośnych praktycznie nie wymagają wstępnych prac poszukiwawczych metodami geofizycznymi, jednak wymagają stosunkowo dużych nakładów kapitałowych dla uruchomienia na miejscu odpowiedniej linii wydobywczo-przetwórczej. Koszty wydobywania i przetwarzania piasków roponośnych są w największej części kosztami stałymi, przynajmniej w krótkim okresie, gdyż linie technologiczne pracują w systemie ciągłym. W związku z tym jednostkowy koszt operacyjny zależy w największej mierze od skali produkcji. Eksploatacja złóż gazu ziemnego ma swoje, charakterystyczne ryzyka, w szczególności związane z bezpieczeństwem technologicznym i ekologicznym. Z kolei biznes przetwórczy ściśle pojęty⁴¹ wiąże się z typowymi ryzykami właściwymi dla przemysłu.

Do obszaru ryzyka operacyjnego w Suncor Energy Inc. zaliczane są też specyficzne czynniki ryzyka związane z tzw. kluczowymi projektami, czyli z przedsięwzięciami mającymi na celu uruchomienie nowych ośrodków wydobywania lub produkcji. Zalicza się tu wszelkie zdarzenia, które bezpośrednio mogą wpłynąć na wykonalność tych projektów albo na terminowość ich zakończenia, jak: 1) procedury uzyskiwania niezbędnych pozwoleń, 2) wewnętrzną dyscyplinę w wykonaniu częściowych planów działania, 3) nieprzewidziane podwyżki kosztów lub kapitałochłonności przedsięwzięć, 4) dostępność odpowiednich zasobów technologicznych, w tym wykwalifikowanej kadry, 5) oddziaływanie czynników zewnętrznych, w tym ekonomicznych

⁴¹ W angielskim żargonie biznesu paliwowo-energetycznego jest to tzw. *downstream business*.

i rynkowych. W kontekście ryzyka operacyjnego związanego z kluczowymi projektami firma wskazuje na fakt, że jeżeli przez dłuższy czas utrzymają się stosunkowo niskie ceny ropy i gazu, zdolność finansowania przez firmę owych projektów znacząco zmaleje. Jednocześnie zamrożenie projektów przed ich zakończeniem wiąże się z dodatkowymi kosztami, w tym z kosztami ponownego rozruchu.

Kolejnym szczególnym podobszarem ryzyka operacyjnego jest specyficznie pojmowane ryzyko ubezpieczeniowe. Szczególnie pojmowane, gdyż zwykle pod pojęciem ryzyka ubezpieczeniowego rozumie się ryzyko podejmowane i kalkulowane przez firmę ubezpieczeniową. W przypadku Suncor Energy Inc. ryzyko ubezpieczeniowe to zbiór zagrożeń związanych z zachowaniem się firm ubezpieczeniowych. Natura prowadzonych przez firmę biznesów, w tym poważne ryzyko technologiczne i ekologiczne, wymaga kompleksowej ochrony ubezpieczeniowej, która jednak nie zawsze jest wystarczająca. Mogą zaistnieć zdarzenia o znamionach katastrofy, kiedy zawarte umowy ubezpieczenia okażą się nieadekwatne do rodzaju i skali faktycznie poniesionych szkód. Odszkodowania z firm ubezpieczeniowych mogą nie wystarczyć na pokrycie wartości szkody, a jednocześnie firmy ubezpieczeniowe mogą zachowywać się w sposób nieprzewidywalny. Jako przykład takich zdarzeń, Suncor Energy Inc. podaje w swoim raporcie finansowym pożar w złożach piasków roponośnych, jaki miał miejsce w styczniu 2005 roku. Firmy ubezpieczeniowe, które musiały wtedy pokryć wartość strat, wniosły następnie szereg pozwów sądowych przeciwko podmiotom trzecim – głównie kooperantom Suncor Energy – działając formalnie w imieniu Suncor Energy, która również formalnie była stroną powodową tych pozwów. Sytuacja taka w oczywisty sposób zakłóciła współpracę Suncor Energy Inc. z pozwanymi podmiotami.

Drugą po ryzyku operacyjnym główną kategorią ryzyka w Suncor Energy jest **ryzyko finansowe**, definiowane przez firmę jako zbiór tych wszystkich ryzyk częściowych, które bezpośrednio⁴² wpływają na jej sytuację finansową. Ogólnym tłem czynników ryzyka finansowego jest funkcjonowanie rynków kapitałowych w warunkach globalnego kryzysu finansowego, przejawiające się niepewnością zarówno odnośnie dostępu do kapitału, jak i jego ceny. W tym kontekście w sprawozdaniu finansowym Suncor Energy Inc. za 2008 wymienia się bardziej konkretne zagrożenia, takie jak: zaburzenia emisji papierów dłużnych, trudność w zarządzaniu wielostronnymi umowami kredytowymi w ramach syndykatowych linii kredytowych⁴³, zwiększone koszty hedgingu. Szczególnie ta ostatnia kwestia zasługuje na uwagę. Przez hedging rozumie się tu zakup pochodnych instrumentów finansowych, głównie opcji walutowych oraz opcji na ceny surowców. Pochodne instrumenty finansowe, w tym opcje, w zasadzie mają na celu redukcję odpowiednich ryzyk podstawowych. Mamy tu jednak do czynienia ze swego rodzaju błędnym kołem. Jeżeli ceny surowców albo kursy

⁴² Bezpośrednio, tzn. bez pośrednictwa czynników ryzyka operacyjnego, prawnego czy strategicznego.

⁴³ Chodzi tu przede wszystkim o kredyt syndykatowy udzielony Suncor Energy przez 16 banków na kwotę 3,75 mld USD, wygasający w 2013 roku.

walut stają się bardziej niepewne i bardziej fluktuują, wtedy wskazane wydaje się kupno opcji zabezpieczających przed skutkami tychże fluktuacji. Jednak im większa niepewność i im większa fluktuacja cen będących bazą opcji, tym trudniej przewidzieć, czy zakup opcji jest ekonomicznie optymalny czy nie, a także tym większa fluktuacja cen samych opcji. Jest to wprost powiedziane w raporcie finansowym Suncor Energy – większa niepewność na rynkach finansowych powoduje zwiększone ryzyko związane ze stosowaniem pochodnych instrumentów finansowych, których istotą jest zabezpieczenie przed ryzykiem!

Pośrednio związana z funkcjonowaniem rynków finansowych jest niepewność cen zbytu. Dotyczy to rynku ropy naftowej i gazu, ale również rynku produktów petrochemicznych. Te pierwsze zmieniają się pod wpływem czynników zewnętrznych niezależnych od firmy: działań krajów OPEC, działań rządów Kanady i USA, a także projektów związanych z wykorzystaniem odnawialnych źródeł energii. Natomiast te drugie w większym stopniu zależą od bieżącej pozycji konkurencyjnej Suncor Energy.

Czynnikiem ryzyka finansowego względnie niezależnym od funkcjonowania rynków finansowych jest stan złóż surowców, z których czerpie Suncor Energy. Złoża te są szacowane pod względem swej pojemności oraz kosztów eksploatacji na bazie najlepszej bieżącej wiedzy naukowej i inżynierskiej, jednak wiedza ta jest zawsze niedoskonała i ograniczona. W trakcie eksploatacji złóż można trafić na zjawiska geologiczne, które zasadniczo wpłyną na koszty eksploatacji i strumień gotówki generowany przez aktywa zlokalizowane w tych złożach. Jako odrębny podobszar ryzyka finansowego w Suncor Energy wymieniana jest także działalność brokerska firmy na rynku kontraktów terminowych na rynku energii elektrycznej i związane z tym elementy niepewności, w szczególności w zakresie cen energii oraz konstrukcji odpowiednich kontraktów.

Ryzyko prawne jest wyodrębniane w Suncor Energy od innych ryzyk. Składa się na nie kilka wzajemnie niezależnych zbiorów zagrożeń:

- 1) stan i zmiany regulacji prawnych w zakresie ochrony środowiska – im bardziej rygorystyczne są te regulacje, tym większe konsekwencje ma to dla firmy;
- 2) stan i zmiany regulacji prawnych w zakresie opłat ponoszonych przez firmę na rzecz władz Prowincji Alberta, gdzie zlokalizowana jest jej siedziba;
- 3) roszczenia majątkowe dotyczące praw do gruntów, ze strony organizacji zrzeszających rdzennych mieszkańców Kanady, m.in. ze strony organizacji „First Nations”;
- 4) ryzyko związane z ewentualną niemożnością firmy Suncor Energy wywiązania się ze wszystkich zawartych wcześniej umów, głównie ze względu na ograniczony dostęp do kapitału.

Ostatnią z głównych kategorii ryzyka korporacyjnego w Suncor Energy jest **ryzyko strategiczne**, które definiuje się jako zbiór zagrożeń wpływających na zdolność firmy do zrealizowania długofalowych celów lub częściowych planów realizacji tych celów. Czynniki ryzyka strategicznego są: 1) uzależnienie od wyników eksploa-

tacji konkretnych złóż piasków roponośnych, 2) konieczność rekultywacji terenów, na których zakończono już taką eksploatację⁴⁴, 3) złożoność technologii eksploatacji piasków roponośnych i duża wzajemna współzależność poszczególnych komponentów tej technologii, 4) konieczność poszukiwania nowych złóż gazu ziemnego, 5) silna i wciąż nasilająca się konkurencja w branży paliwowo-energetycznej, z wieloma nowymi graczami w branży, 6) pośrednio związane z nasiloną konkurencją możliwe problemy w dostępie do wykwalifikowanej kadry i odpowiedniego zaplecza technologicznego, 7) również pośrednio związane z nasiloną konkurencją zagrożenie nagłą znaczną nadwyżką podaży ropy i gazu nad popytem, 8) specyfika technologiczna eksploatacji piasków roponośnych, która to eksploatacja z jednej strony jest bardzo energochłonna, z drugiej zaś oparta jest na nowatorskich technologiach, będących w dużej mierze dopiero w fazie testów, wprowadzanych bardzo szybko do masowego stosowania tuż po ich opracowaniu, 9) specyfika zasobów kadrowych i kapitału ludzkiego w branży, przejawiająca się m.in. uzależnieniem firmy od kluczowych specjalistów o unikalnych kompetencjach oraz silna pozycja organizacji pracowniczych, głównie na średnim i niższym szczeblu hierarchicznym.

Powyższa analiza ryzyka korporacyjnego, na jakie narażona jest firma Suncor Energy opiera się na tym, co firma sama deklaruje jako czynniki ryzyka. Jest to wizja ryzyka korporacyjnego komunikowana podmiotom zewnętrznym po uprzednim sformalizowaniu, analizie i podsumowaniu, a także po odpowiednim wyważeniu między obowiązkiem transparentności korporacji, a koniecznością kreowania odpowiedniego wizerunku. W zarządzaniu ryzykiem istnieje jednakowoż pojęcie tzw. **ryzyka systemowego**, obejmującego zdarzenia o skutkach rozprzestrzeniających się na podobieństwo epidemii. Zdarzenie występujące wewnątrz korporacji przynosi wtedy szerokie skutki w jej otoczeniu, trochę jak fala tsunami rozchodząca się na dużym obszarze po punktowym trzęsieniu dna morskiego. Działa to również w drugą stronę: ryzyko systemowe przejawia się przenoszeniem na funkcjonowanie korporacji skutków zdarzeń występujących poza nią. Przykładem ryzyka systemowego jest zagrożenie blackoutem w systemach dystrybucji energii czy zagrożenie katastrofą ekologiczną w przypadku wycieku ropy naftowej z tankowca albo z rurociągu. Ryzyko systemowe rzadko kiedy jest wskazywane wprost przez korporację w jej sprawozdaniach finansowych czy komunikatach dla mediów. Trudno oczekiwać od organizacji nastawionej na zysk, aby w dobrej wierze komunikowała opinii publicznej zagrożenia w rodzaju „jeżeli w naszej fabryce będzie awaria, to w promieniu pięćdziesięciu kilometrów może wystąpić zagrożenie katastrofą ekologiczną”.

Jednym ze sposobów praktycznego określenia, jakie ryzyko systemowe niesie ze sobą działalność korporacji, jest analiza doniesień medialnych na jej temat. Wychodzimy tutaj z założenia, że jeżeli jakieś zagrożenie związane z funkcjonowaniem

⁴⁴ W raporcie finansowym za 2008 rok można przeczytać, że technologia rekultywacji rozwinięta przez Suncor Energy jest w gruncie rzeczy w stadium eksperymentalnym i nie ma jeszcze żadnego zamkniętego i zakończonego pełnym sukcesem przedsięwzięcia w zakresie rekultywacji.

korporacji jest naprawdę ważne, to prędzej czy później przynajmniej niektóre media o tym napiszą lub powiedzą. Oczywiście, nie jest to jedyny sposób oszacowania ryzyka systemowego, jednak pozwala przybliżyć jego podstawowe obszary. Analiza treści medialnych pozwala także uzupełnić opis innych obszarów ryzyka, w szczególności tych związanych z interakcją firmy z otoczeniem. Chodzi tu np. o ryzyko rynkowe, czyli wrażliwość firmy na zmiany cen, czy o ryzyko technologiczne albo prawne.

3.4.2. Relacje firmy z otoczeniem i ryzyko systemowe

Analizę doniesień medialnych na temat Suncor Energy Ltd. oprzemy na dwóch rodzajach informacji medialnych: lokalnych oraz globalnych. Informacje lokalne zaczerpnięto z jednego z najbardziej wpływowych dzienników prowincji Alberta: „Calgary Herald”⁴⁵, natomiast informacje o zasięgu światowym pochodzą z magazynu „Fortune” i dziennika „Financial Times”.

Przegląd informacji prasowych dziennika „Calgary Herald” na temat Suncor Energy Inc. warto zacząć od faktu, że firma ta zaliczana jest to do lokalnego indeksu giełdowego „Calgary 55”, czyli do 55 firm mających siedzibę w Calgary i notowanych na giełdzie papierów wartościowych w Toronto. Wiadomo więc, że firma jest traktowana jako podmiot ważny dla gospodarki całej prowincji. Tu widać pierwszy ważny aspekt ryzyka systemowego – firma taka może być traktowana przez lokalne władze w sposób uprzywilejowany, czasami na granicy prawa. Zagrożenia, z jakimi wiąże się jej funkcjonowanie mogą być w różny sposób tuszowane. Przykładem może być arbitraż władz prowincji między Suncor Energy Inc. a Stowarzyszeniem Właścicieli Nieruchomości położonych przy jeziorze Marie. Arbitraż ten miał miejsce w 1999 roku. Stowarzyszenie podważało zasadność decyzji wydanej uprzednio przez szefa Wydziału Ochrony Środowiska władz prowincji Alberta (ang. Northeast Boreal Region, Alberta Environmental Protection). Decyzja ta⁴⁶ przyjmowała jako zakończone prace rekultywacyjne na zamkniętym wyrobisku piasku roponośnego u wybrzeży jeziora Burnt. Skarżący podważali zasadność decyzji wskazując, że „nie wystarczy posadzić kilku drzew, aby uznać rekultywację za kompletną”. W efekcie zaskarżenia decyzji władze prowincji Alberta, zamiast formalnie rozpatrzyć skargę do końca, podjęły się arbitrażu między skarżącymi, a Suncor Energy. Arbitraż ten zakończył się dość mglistą deklaracją, że „Wydział Ochrony Środowiska podniesie kwestię skumulowanych skutków dla środowiska w swych kontaktach z Suncor oraz będzie czynił starania w kierunku polepszenia relacji Stowarzyszenia Właścicieli Nieruchomości położonych przy jeziorze Marie z firmą Suncor”⁴⁷.

⁴⁵ <http://www.calgaryherald.com/search/search.html?q=Suncor&filter=0&p=5&sort=dat>.

⁴⁶ Amending Approval No. 1651-01-01 to Suncor Energy Inc., approving the operation and reclamation of the Burnt Lake in-situ heavy oil recovery plant.

⁴⁷ Zapis oryginalny: „AEP has agreed to work with the Marie Lake Landowners Assn. to promote better relations with Suncor. AEP has also agreed to raise the issue of accumulated impacts with Suncor. AEP has also advised me that is [sic] also concerned with the issue of accumulated effects in the area and will be pursuing this issue. AEP's and your co-operation

14 października 2009 roku dziennik „Calgary Herald” doniósł o ograniczeniu produkcji w jednej z dwóch przetwórni piasku roponośnego należącej do Suncor Energy, na skutek pożaru, jaki tam wybuchł. Początkowo nie spodziewano się aby pożar, będący podobno częstym zjawiskiem przy eksploatacji piasków roponośnych, był zagrożeniem dla ciągłości produkcji, jednak konieczne okazało się zmniejszenie przerobu. W artykule tym wyrażono opinię, że w całym biznesie eksploatacji piasków roponośnych przyszedł czas na wprowadzenie zabezpieczeń nieco bardziej rozwiniętych i kosztownych, niż dotychczas.

Dzień wcześniej, 13 października 2009 roku, w „Calgary Herald” można było znaleźć wzmiankę o dość niespodziewanej wizycie nowego ambasadora USA w Kanadzie, Davida Jacobsona, na wyrobiskach piasków roponośnych. Przesłaniem wizyty była konieczność zapewnienia równowagi między bezpieczeństwem energetycznym, opłacalnością eksploatacji piasków roponośnych oraz ochroną środowiska. W artykule formułowano obawy że nowe, bardziej rygorystyczne amerykańskie regulacje w zakresie ochrony środowiska mogą pośrednio uderzyć w biznes Suncor Energy Inc.

9 października 2009 roku kwestia zagrożeń ekologicznych i konfliktów społecznych związanych z eksploatacją przez Suncor piasków roponośnych została podniesiona w innym artykule „Calgary Herald” pt. *Suncor pozywa Greenpeace*⁴⁸. Opisano tam konflikt między organizacją Greenpeace a firmą Suncor. Konflikt, który znalazł swój finał najpierw w nagłośnionym medialnie wtargnięciu działaczy Greenpeace na teren jednej z kopalń należących do Suncor, 30 września 2009, a następnie w pozwie sądowym złożonym przez Suncor przeciw Greenpeace 7 października. W pozwie Suncor domaga się odszkodowania w wysokości 1,5 mln USD oraz sądowego zakazu dla aktywistów Greenpeace zbliżania się do instalacji firmy.

Protest Greenpeace z 30 września był jednym z serii podobnych protestów kanadyjskich działaczy tej firmy przeciw szkodliwej dla środowiska eksploatacji piasków roponośnych. Kilka tygodni wcześniej w podobny sposób wtargnęli do instalacji firmy Shell Canada w okolicach miejscowości Fort Saskatchewan. Podobny temat miał tekst opublikowany w „Calgary Herald” 23 września 2009 roku, na temat konsekwencji nowych regulacji prawnych wprowadzonych przez władze prowincji Alberta w zakresie obowiązku rekultywacji wyrobisk piasku roponośnego. Regulacje te dotyczą tzw. stawów wyrobiskowych i nakładają na firmy będące właścicielami wyrobisk obowiązek takiego oczyszczenia wody w owych stawach, aby w nie więcej niż pięć lat po zakończeniu eksploatacji miejsca te nadawały się do pełnej rekultywacji.

8 października „Calgary Herald” opublikował z kolei artykuł poświęcony niektórym konsekwencjom niedawnego przejęcia przez Suncor Energy Inc. innej kanadyjskiej firmy naftowej, Petro Canada Inc. Fuzja ta uczyniła z Suncor Energy Inc. największą

has been appreciated, Amending Approval No. 1651-01-01 to Suncor Energy Inc., approving the operation and reclamation of the Burnt Lake in-situ heavy oil recovery plant”.

⁴⁸ Tytuł oryginalny: *Suncor takes Greenpeace to court*.

firmę paliwowo-energetyczną w Kanadzie i zgodnie z deklaracjami jej prezesa, Ricka George’a, dała jej zaplecze finansowe do ponownego uruchomienia zamrożonych dużych projektów inwestycyjnych. W szczególności chodzi tu o dwie kopalnie piasku roponośnego: Fort Hills oraz Voyageur. Dzień wcześniej, w dniu 7 października, „Calgary Herald” doniósł z kolei o podwyżce cen gazu ziemnego na światowych rynkach oraz o wynikającym z tego zwiększeniu optymizmu inwestorów na światowych rynkach finansowych, wobec firm sektora gazowniczego. W artykule wskazuje się na fakt, że o ile są przesłanki do większego optymizmu w branży gazowniczej, o tyle przesłanki te należy interpretować bardzo ostrożnie. Przytoczoną w tekście ilustracją złożoności obecnej sytuacji na światowym rynku gazu ziemnego był przeciętnie wyższy poziom cen gazu w kontraktach futures oraz w kontraktach długoterminowych, niż w zakupach doraźnych na tzw. rynku spot. Klimat inwestycyjny w branży paliwowo-energetycznej był także przedmiotem artykułu, jaki ukazał się w „Calgary Herald” 21 września 2009 roku, w związku ze sprzedażą zagranicznych aktywów kanadyjskiej firmy Venerex libijskiemu państwowemu monopolistycznemu paliwowemu. W tekście tym podnoszono, że wiele firm z branży paliwowo-energetycznej rozważa sprzedaż części swoich zagranicznych aktywów. W przypadku Suncor Energy Inc. miałyby to dotyczyć wszystkich zagranicznych instalacji, poza tymi na Morzu Północnym.

Przechodząc do globalnych informacji medialnych o Suncor Energy Inc., zacznijmy od tych z magazynu „Fortune”. Są one generalnie rzecz biorąc przychylne dla firmy. W 2007 roku „Fortune” wymieniał Suncor Energy w gronie tych dziesięciu spośród pięciuset największych korporacji świata, które zdecydowanie przekroczyły oczekiwania społeczne i wymagania prawne odnośnie ochrony środowiska (pozostałe to: Honda, Continental Airlines, Tesco, Alcan –producent aluminium, PG&E, S.C. Johnson, Goldman Sachs, Swiss Re, Hewlett-Packard)⁴⁹. W 2006 roku to samo czasopismo opublikowało artykuł, w którym Suncor Energy została zaliczona do grona jedynych siedmiu firm na świecie, których udokumentowane złoża gazu ziemnego wystarczą na zaspokojenie prawdopodobnego popytu bez dodatkowych poszukiwań.

Przegląd stosunkowo świeżych publikacji w dzienniku „Financial Times” wskazuje, że wszystkie te aspekty relacji Suncor Energy z otoczeniem, które były przedmiotem zainteresowania lokalnego dziennika „Calgary Herald”, odbijają się znaczącym echem również w światowych mediach. Cztery artykuły z tego dziennika, opublikowane odpowiednio 15 grudnia 2007, 23 marca 2009, 24 marca 2009 i 26 maja 2009 pozwalają wyrobić sobie stosunkowo pełny pogląd na złożone relacje między biznesem Suncor Energy, a jego otoczeniem rynkowym i społecznym⁵⁰. Udokumen-

⁴⁹ http://money.cnn.com/galleries/2007/fortune/0703/gallery.green_giants.fortune/3.html.

⁵⁰ Suncor buys rival Petro-Canada for C\$19.6bn, By Bernard Simon in Toronto and Ed Crooks in London, Published: March 23 2009 07:56 | Last updated: March 23 2009 18:41; Suncor chief urges fiscal discipline, By Bernard Simon in Toronto, Published: March 24 2009 17:26 | Last updated: March 24 2009 17:26; Volatility prompts a pause for breath, By Carola Hoyos, Chief energy correspondent, Published: May 26 2009 05:25 | Last updated: May

towane dotychczas zasoby piasków roponośnych to ok. 14 mln hektarów położonych w dolnie rzeki Athabaska w kanadyjskiej prowincji Alberta. Stanowią one największe, poza Arabią Saudyjską, stosunkowo jednorodne rezerwy ropy naftowej, oceniane na ok. 175 mld barytek. Suncor Energy była pionierem w ich eksploatacji, 40 lat temu. Dzisiaj wszyscy wielcy globalnego przemysłu paliwowo-energetycznego są obecni na miejscu. Dochody czerpane przez władze prowincji Alberta z dzierżawy gruntów pod kopalnie piasków roponośnych – dzisiaj ok. 6 mln hektarów – przekraczają 3 mld dolarów rocznie. Pozyskiwanie ropy naftowej z eksploatacji piasków roponośnych jest droższe niż wydobywanie ropy w postaci płynnej. Ocenia się, że koszty produkcji da się pokryć wtedy, kiedy światowe ceny ropy przekraczają 40 USD za barytkę, a zadowalający zwrot z kapitału zaangażowanego w najnowsze przedsięwzięcia w tym zakresie można osiągnąć dopiero wtedy, gdy cena ropy przekracza 100 USD za barytkę.

Złoża piasków roponośnych położone są na terenie wilgotnych lasów borealnych, które są równie ważne w procesie produkcji tlenu i absorpcji dwutlenku węgla jak lasy tropikalne w Amazonii. Lasy te tylko w 10 procentach są obszarami chronionymi prawnie. Produkcja ropy poprzez wydobywanie i przetworzenie piasków roponośnych generuje pięciokrotnie większą emisję gazów cieplarnianych niż wydobywanie ropy naftowej w postaci płynnej. Konieczna jest wycinka lasów, co prawda nie na całym obszarze eksploatacji, tylko wzdłuż tzw. linii wyrębu, jednak to i tak duże obszary. Stawy powyrobiskowe, w których trzyma się zanieczyszczoną wodę służącą do wypompowywania piasku roponośnego na powierzchnię, są ogrodzone największymi na świecie tamami ziemnymi (większymi niż podobne tamy w Chinach). Tamy te zawsze nieco przeciekają, a zanieczyszczona woda ze stawów powyrobiskowych jest bardzo niebezpieczna dla ludzi, zwierząt i roślin. O ile władze prowincji Alberta są bardzo liberalne wobec tych zagrożeń ekologicznych, o tyle władze innych prowincji kanadyjskich, a także niektórych stanów USA nastawione są o wiele bardziej restrykcyjnie. W Kalifornii wprowadzane jest ustawodawstwo dopuszczające do sprzedaży na miejscowym rynku tylko paliwa, przy produkcji których nie przekracza się pewnego krytycznego poziomu emisji gazów cieplarnianych. Przyjęte tam normy emisji w zasadzie dyskwalifikują paliwa pochodzące z eksploatacji athabaskańskich piasków roponośnych. Jeżeli przepisy takie rozpowszechnią się w innych stanach, rynek USA może być praktycznie zamknięty dla paliw pozyskiwanych w ten sposób dopóki firmy działające w tym obszarze nie dokonają znaczącego skoku technologicznego.

Przegląd doniesień medialnych pozwala przynajmniej częściowo odtworzyć uwarunkowania ryzyka systemowego towarzyszące działalności Suncor Energy. Jej główny biznes – eksploatacja piasków roponośnych – jest dzisiaj tym, czym było wydobywanie płynnej ropy naftowej mniej więcej sto lat temu. Jest to ogromnie obiecujący,

szybko rozwijający się biznes. Ów szybki rozwój przejawia się m.in. dużym i rosnącym napięciem społecznym towarzyszącym zagrożeniom ekologicznym. Presja na szybki postęp techniczny w tym biznesie jest ogromna i to zarówno ze względów ekologicznych, jak i kosztowych. To właśnie wydaje się być główną osią ryzyka systemowego towarzyszącego działalności Suncor Energy. Zagrożenia ekologiczne są bardzo duże, jednak równie duże są możliwe korzyści ekonomiczne. Firma znajduje się pod presją oczekiwań na szybkie zmiany technologiczne, zmiany te wymagają jednak nakładów kapitałowych, możliwych tylko przy odpowiednio korzystnym klimacie społecznym wokół biznesu, a tenże klimat społeczny jest z kolei uwarunkowany widocznymi dowodami na idące w dobrym kierunku zmiany technologiczne i... koło się zamyka. Presja na szybkie zmiany technologiczne powoduje również konieczność ciągłego eksperymentowania z nowatorskimi technologiami. Takie eksperymenty są kosztowne – można skonstatować na przykład, że postęp techniczny jest tak szybki, że tak wydawałoby się elementarna rzecz jak zabezpieczenia przeciwpożarowe również są przedmiotem ciągłych eksperymentów.

Z tym głównym obszarem ryzyka systemowego wiążą się różnego rodzaju pochodne ryzyka szczegółowe. Widać przede wszystkim, jaki jest wspólny mianownik zróżnicowanych czynników ryzyka prezentowanych w raportach finansowych Suncor Energy Inc. Ryzyko operacyjne to głównie ryzyko wynikające z ciągłych eksperymentów technologicznych oraz z napięć społecznych, ryzyko finansowe związane z wciąż stosunkowo wysokimi kosztami produkcji, ryzyko prawne wiąże się głównie z regulacjami prawnymi w zakresie ochrony środowiska w krajach będącymi rynkami zbytu. Wszystkie te czynniki występują w sytuacji, kiedy najbliższe otoczenie instytucjonalne i polityczne firmy – prowincja Alberta i jej władze – są pełne wątpliwości między korzyściami ekonomicznymi z eksploatacji piasków roponośnych, a presją zewnętrzną na większy rygoryzm wobec firm prowadzących ten biznes. Otoczenie takie, o ile na krótką metę działa jak amortyzator ryzyka systemowego, o tyle na dłuższą metę zaciemnia jego obraz z punktu widzenia firmy i może utrudniać wprowadzenie niezbędnej dyscypliny technologicznej.

Na podstawie powyższego zestawienia różnej natury ryzyka dokonamy podsumowania, będzie to analiza odpowiadająca na pytanie, w jakim stopniu opis ryzyka znajduje odzwierciedlenie w sytuacji ekonomicznej firmy.

3.4.3. Sytuacja ekonomiczna firmy

Analiza ryzyka poprzez obserwację działalności firmy wymaga przyjęcia założeń odnośnie zależności przyczynowych między skonsumowaniem zagrożeń objętych danym rodzajem ryzyka, a skutkami biznesowymi. Jeżeli zagrożenie takie zostanie skonsumowane, tzn. jeżeli faktycznie wystąpi szkoda, wtedy firma może podjąć działania niwelujące skutki szkody. Przykładem może być zwiększenie produkcji w jednej jednostce przetwórczej, kiedy w innej wystąpi awaria wyłączająca ją z ruchu na jakiś czas. Innym przykładem może być czerpanie przez firmę dodatkowych dochodów z jednego rodzaju działalności, gdy w innym obszarze ryzyko rynkowe

spełni się w postaci spadku cen. Pierwszym znamieniem faktycznego występowania określonego typu zagrożeń są zatem zmiany w strukturze działalności operacyjnej korporacji. Takie strukturalne przesunięcia czasami wystarczają do zniwelowania skutków negatywnych zdarzeń, a czasami nie. W tym drugim wypadku skonsumowanie ryzyka odbija się na bieżących wynikach ekonomicznych firmy: na wielkości lub wartości sprzedaży, na marży zysku itp. Tu pojawia się pytanie, czy takie negatywne skutki wystąpienia szkody kumulują się w czasie, czy też nie. Może być tak, że czy to dzięki nietrwałym skutkom szkody (np. przejściowa awaria) czy dzięki wysiłkom pracowników firmy skutki szkody zostają stosunkowo szybko zniwelowane. Wtedy ma miejsce przejściowe pogorszenie wyników ekonomicznych firmy, ale po usunięciu skutków szkody wyniki te wracają co najmniej do poprzedniego poziomu, a szkoda jako taka nie wywołuje trwałych skutków, takich jak np. ucieczki kapitału z firmy czy pogorszenia nastrojów inwestorów wobec niej. Bywa jednak że skutki szkód kumulują się w czasie. Taka może być ich natura albo firma może być niewystarczająco przygotowana do zniwelowania wszystkich skutków pewnych zdarzeń. Przykładem mogą być postępujące w swym rygorystycznym regulacje prawne odnośnie ochrony środowiska. Każde kolejne zwiększenie wymagań np. odnośnie zmniejszenia emisji gazów cieplarnianych w procesie produkcyjnym jest obiektywnie szkodą dla firmy, gdyż powoduje zwiększenie kosztów albo konieczność dodatkowych nakładów inwestycyjnych. We własnej analizie ryzyka dokonanej przez Suncor Energy Inc. w jej raporcie rocznym za 2008 rok ten typ szkody objęty jest kategorią ryzyka prawnego. Jeżeli regulacje prawne raz zaczęły narzucać coraz większe wymagania producentom, to wymagania te najprawdopodobniej będą się zaostrzać wraz z upływem czasu. Skutki w postaci zwiększenia kosztów, dodatkowych nakładów inwestycyjnych oraz towarzyszących temu dalszych konsekwencji będą się kumulować, znajdując swój wyraz np. w pogorszeniu rotacji aktywów albo obniżeniu stopy zwrotu z aktywów, w postaci ucieczki kapitału czy też pogorszenia relacji firmy z rynkiem kapitałowym.

Poszukiwania możliwych zaburzeń w funkcjonowaniu firmy obejmują okres od roku 2001 do 2008 włącznie. Jest to czas szybkiej ekspansji biznesu związanego z eksploatacją piasków roponośnych. Zaczniemy od analizy rozmiarów jej działalności operacyjnej, obejmującej cztery główne biznesy, są to: eksploatacja piasków roponośnych, eksploatacja złóż gazu ziemnego, petrochemia na bazie ropy uzyskanej z piasków roponośnych oraz handel kontraktami na energię elektryczną. Dwa ostatnie obszary działalności są w sprawozdaniach firmy grupowane w jednej kategorii określanej jako „Refinacja i marketing” (ang. Refining and marketing)⁵¹. Te cztery obszary łącznie dały na przestrzeni lat szybko i stosunkowo trwale rosnący

⁵¹ Warto zwrócić uwagę na fakt, że obszary eksploatacji piasków roponośnych oraz petrochemii są połączone w jednym łańcuchu przetwórczym. Firma ma do wyboru, czy syntetyczną ropę otrzymaną z piasków roponośnych sprzedawać od razu podmiotom zewnętrznym, czy też wykorzystywać do dalszej rafinacji i sprzedaży produktów ropopochodnych.

strumień przychodów (tabela 20). Rozmiary biznesu oraz wzrost tych rozmiarów takich, jakie np. bierze pod uwagę magazyn „Fortune” przy tworzeniu rankingu największych korporacji świata, wydają się niezagrażone. Nie ma więc znaczących zagrożeń dla rozwoju firmy. Jakikolwiek ryzyko nie byłoby brane pod uwagę, nie dotyczy ono samego istnienia firmy i funkcjonowania jej procesów wytwórczych w długim okresie. Można założyć, że np. ryzyko prawne związane z regulacjami w zakresie ochrony środowiska jest jak dotąd bardziej deklarowane na wszelki wypadek niż rzeczywiste. Podobnie rzecz się ma z ryzykiem prawnym związanym z roszczeniami podmiotów trzecich wobec dzierżawionych działek. Nie oznacza to oczywiście, że ryzyka te nie istnieją jako możliwość. Wiadomo jednak, że jak do- tychczas nie zostały one w istotnym stopniu skonsumowane. Jednocześnie ryzyko systemowe związane z zagrożeniami ekologicznymi towarzyszącymi eksploatacji piasków roponośnych wydaje się być jak dotąd transmitowane raczej z firmy do otoczenia, niż w przeciwnym kierunku.

Tabela 20. Przychody, zysk netto i rentowność netto w Suncor Energy Inc. w latach 2001–2008

Rok	Przychody netto (mln USD)	Zysk netto (mln USD)	Rentowność netto (Zysk netto / Przychody netto)
2001	4294	388	9,0%
2002	5071	761	15,0%
2003	6611	749	11,3%
2004	8705	1076	12,4%
2005	11 129	1158	10,4%
2006	16 546	2979	18,0%
2007	18 565	2793	15,0%
2008	30 089	2487	8,3%

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów rocznych firmy.

Jeżeli chodzi o zysk netto i rentowność, widać już jednak pewne zaburzenia. Rentowność netto wykazuje skłonność do szybkiego wzrostu z roku na rok, do stosunkowo wysokiego poziomu, a następnie do równie szybkiego spadku. Oznacza to występowanie krótkookresowych zagrożeń i równie krótkookresowych nadzwyczajnych premii za ryzyko. Można postawić dwie hipotezy odnośnie natury tego ryzyka. Po pierwsze może to być ryzyko operacyjne, a dokładnie ryzyko technologiczne związane z funkcjonowaniem procesów wytwórczych. Jeżeli wiadomo, że koszty eksploatacji piasków roponośnych obejmują głównie koszty stałe, to zaburzenia w wydobyciu mogą powodować okresowe spadki rentowności. Po drugie można przyjąć, że okresowe zmniejszenie rentowności wynika z fluktuacji cen, a więc jest związane z ryzykiem cenowym, zaliczanym do ryzyka finansowego. Przeanalizujmy rozmiary

i dynamikę produkcji wydobywczej w Suncor Energy Inc. (tabela 21), aby spróbować określić na ile prawdziwa jest pierwsza hipoteza.

Tabela 21. Wielkość i struktura produkcji wydobywczej w Suncor Energy Inc. w latach 2001–2008. Dane w tysiącach baryłek przeliczeniowych ropy naftowej dziennie

Rok	Produkcja ogółem (tys. baryłek przeliczeniowych ropy naftowej dziennie)	Produkcja ropy z piasków roponośnych (tys. baryłek przeliczeniowych ropy naftowej dziennie)	Wydobycie gazu ziemnego (tys. baryłek przeliczeniowych ropy naftowej dziennie)
2001	156,6	123,2	33,4
2002	239,5	205,8	33,7
2003	251,5	216,6	34,9
2004	263,3	226,5	36,8
2005	206,1	171,3	34,8
2006	294,8	260,0	34,8
2007	271,4	235,6	35,8
2008	264,7	228,0	36,7

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów rocznych firmy.

Produkcja wydobywcza w Suncor Energy Inc. wykazuje podobne tendencje, jak rentowność netto. Szybki wzrost przez 2–3 lata nie oznacza, że w kolejnym roku nie nastąpi załamanie. Dotyczy głównie eksploatacji piasków roponośnych. Wydobycie gazu ziemnego wydaje się być tylko dodatkiem i utrzymuje się na stosunkowo stałym poziomie poddanym tylko lekkim fluktuacjom.

Rozmiary eksploatacji piasków roponośnych uległy zaburzeniu w 2005 roku: produkcja wydobywcza w tym obszarze spadła wówczas o prawie 30% w porównaniu z rokiem 2004. Po największym dotychczas odnotowanym wydobywaniu w roku 2006, lata 2007 i 2008 to sukcesywne spadki, związane zapewne z globalnym kryzysem gospodarczym. Spadkowi produkcji wydobywczej zawsze towarzyszy spadek rentowności netto, z wyjątkiem roku 2003. Spadek rentowności netto, jaki miał wówczas miejsce, nie jest możliwy do wyjaśnienia spadkiem rozmiarów eksploatacji piasków roponośnych. Reasumując: zaburzenia rentowności w Suncor Energy Inc. wydają się być związane głównie z występowaniem zdarzeń zaliczanych do ryzyka operacyjnego, w mniejszym stopniu tych czysto finansowych, czyli ryzyka cenowego.

Aby ocenić w pełni skalę zagrożeń finansowych, przeanalizujemy bilans firmy i jej relacje z rynkiem kapitałowym, badając akumulację aktywów i kapitałów własnych oraz zmiany w czasie wskaźnika q Tobina (tabela 22). Na przestrzeni lat 2002–2008 Suncor Energy Inc. akumulowała kapitał z dynamiką równie stałą i wyraźną, jak ta możliwa do zaobserwowania odnośnie przychodów. Wartość księgowa aktywów firmy wzrosła z 8978 mln USD w roku 2002 do 32 528 mln USD w 2008 roku, przy czym w ani jednym roku tego okresu nie dało się zauważyć spadku wartości aktywów.

W podobnie szybkim tempie rosła wartość kapitałów własnych: w 2002 roku 3,5 mld USD, w 2008 roku 14,5 mld USD. Firma utrzymywała stosunkowo stałą dźwignię finansową (relacja długu całkowitego do wartości aktywów) na poziomie ok. 0,5–0,6. W stałym tempie rosła również liczba akcji w obrocie i aż do 2008 roku szybko rosła wartość giełdowa tych akcji oraz kapitalizacja giełdowa firmy i wskaźnik q Tobina. W zasadzie dopiero 2008 rok przyniósł załamanie kapitalizacji giełdowej oraz q Tobina, co nie przeszkodziło jednak w akumulacji aktywów.

Tabela 22. Wartość aktywów, kapitałów własnych, długu całkowitego, kapitalizacji giełdowej oraz wskaźnika q Tobina dla Suncor Energy Inc., w okresie lat 2002–2008

Rok	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Wartość księgowa aktywów (mln USD)	8978	10 489	11 774	15 149	18 781	24 509	32 528
Wartość księgowa kapitałów własnych (mln USD)	3458	4355	4897	5996	8952	11 896	14 523
Wartość długu całkowitego (mln USD) ²	5520	6134	6877	9153	9829	12 613	18 005
Udział długu całkowitego w finansowaniu aktywów	0,61	0,58	0,58	0,60	0,52	0,51	0,55
Liczba akcji w obrocie (tys.)	448 972	451 184	454 241	457 665	459 944	462 783	935 524 ³
Kurs akcji na koniec roku (USD)	15,67	25,06	35,4	63,13	78,91	108,73	19,5
Kapitalizacja giełdowa (mln USD)	7035	11 307	16 080	28 892	36 294	50 318	18 243
Wskaźnik q Tobina	1,40	1,66	1,95	2,51	2,46	2,57	1,11

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów rocznych firmy.

O ile w bieżącej działalności Suncor Energy widać pewne zaburzenia rentowności i rozmiarów produkcji w obszarze eksploatacji piasków roponośnych, o tyle ani skutki zdarzeń operacyjnych, ani konsekwencje zagrożeń cenowych nie wykazują skłonności do akumulacji w czasie. Finansowe podstawy firmy wydają się niezagrażone jakiegokolwiek typu ryzykiem.

3.4.4. Koncentracja i rozproszenie ryzyka korporacyjnego

Korporacja zawsze jest wyeksponowana na ryzyko i zawsze pozwala, dzięki swojej specyficznej konstrukcji prawnej, rozproszyć to ryzyko. Badanie ryzyka korporacyjnego zmierza więc nie tyle do określenia, czy ryzyko to jest „duże” czy „małe”, ale do opisania jego treści i przyczynowości, czyli do stwierdzenia jakich obszarów niepewnej przyszłości dotyczy i w jaki sposób jest wypracowywana premia za ryzyko. Analiza przypadku Suncor Energy Inc. pozwoliła opisać ryzyko ponoszone przez tę konkretną korporację. Jego najistotniejsze cechy to:

- 1) koncentracja różnego rodzaju zagrożeń – operacyjnych, finansowych, prawnych, strategicznych – wokół szybkiego rozwoju jednego biznesu, przy czym jest to rozwój zarówno ilościowy, jak też jakościowy, na płaszczyźnie technologicznej;
- 2) wyraźne zagrożenia krótkoterminowe dla bieżącej efektywności ekonomicznej całej firmy i brak wyraźnych zagrożeń długoterminowych;
- 3) przenoszenie ciężaru ryzyka systemowego przez firmę na jej otoczenie społeczne, ekologiczne i instytucjonalne, w postaci typowych efektów zewnętrznych (ang. *externalities*). Ekspozycja firmy na ryzyko systemowe z zewnątrz jest na przeciętnym poziomie, tzn. nie większym, niż dla innych korporacji.

Analiza przypadku Suncor wskazuje, że ryzyko ponoszone przez każdą korporację można określić według pięciu podstawowych kryteriów: stopnia koncentracji, dynamiki zmian jakościowych, proporcji między zagrożeniami krótko- i długoterminowymi, rodzaju ryzyka systemowego oraz głównego kierunku jego oddziaływania – na zewnątrz firmy albo do wewnątrz.

Przypadek Suncor Energy jest przykładem bardziej ogólnej prawidłowości: najwięcej czynników ryzyka kumuluje się w tych obszarach, gdzie ma miejsce najbardziej dynamiczny rozwój. Im większa dynamika zmian wewnątrz i na zewnątrz firmy, tym więcej niepewności i jednocześnie tym więcej wzajemnie splątanych zależności przyczynowych, w ramach których trzeba dokonywać prognoz. Szybko rozwijające się biznesy niosą ze sobą większe ryzyko i jednocześnie większą premię za ryzyko. Biznes rozwijający się w bardziej statecznym tempie jest obciążony mniejszym ryzykiem, gdyż jest bardziej przewidywalny. Większa przewidywalność oznacza mniejszą premię za ryzyko.

Jedne korporacje mogą się cechować ryzykiem bardziej skupionym w jednym biznesie, inne przeciwnie, wykazywać będą rozproszenie czynników ryzyka między różne biznesy. Takie relatywne rozproszenie zagrożeń określa się czasami jako dywersyfikację ryzyka. Wokół tego pojęcia narosło wiele nieporozumień, przede wszystkim skłonność do stawiania znaku równości między dywersyfikacją ryzyka, a ogólnym zmniejszeniem jego rozmiarów. Warto w związku z tym rozróżnić dwa pojęcia: **dywersyfikację ryzyka z jednej strony i dywersyfikację działalności z drugiej.**

Dywersyfikacja ryzyka ściśle pojęta polega na tym, że firma buduje swoją działalność wokół różnych biznesów tak, aby w każdym z nich występowały inne czynniki ryzyka ze stosunkowo średnim bądź niewielkim natężeniem. Zakłada się, że jeżeli czynniki ryzyka w różnych biznesach są wzajemnie względnie autonomiczne, to prawdopodobieństwo łącznego wystąpienia tych różnych zagrożeń jest niższe, niż gdyby wszystkie były skupione w jednym obszarze i stosunkowo bardziej wzajemnie powiązane przyczynowo. Korporację, w której czynniki ryzyka są rozproszone między różne biznesy albo różne rynki czy produkty często uważa się za obciążoną mniejszym ogólnym ryzykiem korporacyjnym, niż taką o zagrożeniach wyraźnie skupionych wokół jednego biznesu, jak w Suncor Energy. Rozumowanie takie jest błędne z punktu widzenia rachunku prawdopodobieństwa. Jeżeli zdarzenia są wzajemnie niezależne, to nie istnieje prawdopodobieństwo warunkowe. Prawdopodobieństwo

wystąpienia jednego z nich nie jest w żaden sposób powiązane z prawdopodobieństwem wystąpienia pozostałych. Jeżeli firma prowadzi różne biznesy o niezależnych czynnikach ryzyka, to prawdopodobieństwo wystąpienia wszystkich zagrożeń na raz jest takie samo, jak wystąpienie tylko jednego z nich. Jeżeli natomiast większość zagrożeń skupiona jest w jednym biznesie i wzajemnie powiązana, to wtedy można mówić o prawdopodobieństwie warunkowym: prawdopodobieństwo wystąpienia zagrożenia A jest warunkowane wystąpieniem zagrożeń B oraz C. W gruncie rzeczy prawdopodobieństwo wystąpienia wszystkich zagrożeń na raz, czyli prawdopodobieństwo spiętrzenia ryzyka jest dokładnie takie samo w przypadku ryzyka skoncentrowanego jak ryzyka zdywersyfikowanego. Różnica tkwi w możliwości zapobiegania zagrożeniom i w zarządzaniu ryzykiem. Ryzyka rozproszone wymagają: a) rozproszonej, zróżnicowanej wiedzy pozwalającej na zarządzanie ryzykiem b) rozproszonych, zróżnicowanych środków zapobiegawczych.

W Suncor Energy Inc. skupienie większości zagrożeń wokół jednego biznesu – piasków roponośnych – powoduje, że większość ryzyka ponoszonego przez firmę odnosi się do tej samej wiązki zależności przyczynowo-skutkowych – koncentruje się w tym samym obszarze niepewności. Można wręcz sparametryzować skutki poszczególnych negatywnych zdarzeń określając np. w jakim stopniu zaostrenie regulacji prawnych w zakresie ochrony środowiska może być wzajemnie substytucyjne ze zmianą cen ropy naftowej na światowych rynkach. Siłą rzeczy łatwiej dokonać kategoryzacji i rachunku prawdopodobieństwa, a także łatwiej określić środki zaradcze. W tym przypadku oczywistą, podstawową odpowiedzią na większość zagrożeń jest rozwój nowych technologii, które pozwoliłyby zmniejszyć obciążenie dla środowiska i jednocześnie zmniejszyć koszty eksploatacji. Wbrew pozorom nie mówimy tu o idealnym świecie, lecz o logicznym powiązaniu zdarzeń. Jeżeli przy eksploatacji piasków roponośnych trzeba będzie wyrąbywać mniej lasów i wytwarzać się będzie mniej szkodliwych odpadów, to jednocześnie zmniejszą się chociażby koszty materiałowe. Zauważmy przy tym, że w tym najbardziej obfitującym w zagrożenia spośród wszystkich biznesów Suncor Energy Inc. wzrost skali działalności i premia za ryzyko są też największe. Udany rok w tym biznesie to rok z przychodami większymi o połowę i z zyskiem netto większym nawet dwukrotnie. Jak zatem zinterpretować fakt, że poza eksploatacją piasków roponośnych firma czerpie zyski także z wydobycia gazu ziemnego, petrochemii oraz handlu energią? Czy to nie jest właśnie dywersyfikacja ryzyka?

Tabela 23 pokazuje strukturę przychodów Suncor Energy w podziale na trzy główne obszary biznesowe. Przychody z wydobycia gazu ziemnego stopniowo zmniejszają swój udział, z 11,2% w 2001 roku do 2,5% w 2008 roku. Udział przychodów z eksploatacji piasków roponośnych mocno oscyluje, podobnie jak udział przychodów z rafinacji i marketingu⁵².

⁵² Jest jeszcze jedna zmienna, nie wyszczególniona w tabeli 23, tzn. udział przychodów z wewnętrznej sprzedaży ropy otrzymanej z piasków roponośnych, do własnych rafinerii, w ogólnych przychodach ze sprzedaży ropy z piasków roponośnych. Udział ten jest również dość zmienny w czasie, waha się od 8,6%, w 2007 roku, do 14,3% w 2002 roku.

Tabela 23. Struktura przychodów Suncor Energy Inc. w latach 2001–2008

Rok	Procent przychodów z eksploatacji piasków roponośnych	Procent przychodów z wydobycia gazu ziemnego	Procent przychodów z rafinacji i marketingu
2001	32,0%	11,2%	56,8%
2002	51,6%	6,7%	41,7%
2003	46,9%	7,7%	45,3%
2004	41,8%	6,5%	51,7%
2005	30,5%	6,1%	63,4%
2006	42,1%	3,5%	54,4%
2007	36,5%	3,0%	60,5%
2008	31,2%	2,5%	66,3%

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów rocznych firmy.

Biznes nazwany przez Suncor Energy „rafinacja i marketing” ma za zadanie kompensować spadki przychodów z eksploatacji piasków roponośnych. Analiza wcześniejszych danych na temat ogólnych przychodów firmy i jej ogólnej rentowności wskazuje, że o ile kompensacja na poziomie przychodów jest udana, o tyle na poziomie zysków już nie. Zaburzenia w rozmiarach wydobycia piasków roponośnych odbijają się na rentowności firmy. Podział działalności Suncor Energy między różne biznesy, z których tylko jeden jest wysoce ryzykowny nie jest zatem dywersyfikacją ryzyka, lecz dywersyfikacją działalności. Ta ostatnia polega na tym, że mając jeden biznes o wysokim ryzyku, staramy się prowadzić inne biznesy o niskim ryzyku po to, żeby zmniejszyć ogólny poziom ryzyka. Zauważmy, że jest to coś innego niż dywersyfikacja ryzyka. Nie rozpraszamy tutaj czynników ryzyka, tylko rozpraszamy procesy biznesowe tak, aby działalność o wysokim ryzyku i wysokiej premii za ryzyko łączyć z działalnością mniej ryzykowną i często mniej opłacalną.

3.5. Podsumowanie – działalność korporacji jako rozwój w warunkach ryzyka

Poszukiwanie korzyści skali jest często oficjalnie komunikowane przez korporacje jako przesłanka ich ekspansji, jednak w gruncie rzeczy korzyści te są wysoce problematyczne. Są one jednocześnie dobrą przesłanką ekspansji tylko wtedy, kiedy traktujemy korporację jak monolit. Jest to klasyczne podejście, w którym przedsiębiorca jest tożsamy z przedsiębiorstwem. Nie zapominajmy jednak, że korporacja to nie pojedynczy przedsiębiorca, lecz cała populacja podmiotów powiązanych wzajemnie różnego rodzaju kontraktami. Korporacja podejmuje określonego typu działania wtedy, kiedy podmioty mające przeważający wpływ na procesy decyzyjne widzą w tych działaniach maksymalne możliwe korzyści dla siebie. Zwiększanie skali działal-

ności niekoniecznie musi być racjonalnie ukierunkowane na zwiększenie efektywności ekonomicznej biznesu, ale musi być racjonalnie ukierunkowane na zwiększenie strumienia korzyści tych, którzy mają w korporacji największą władzę.

Od lat 30. XIX wieku korporacje są kojarzone z wielkimi inwestycjami w nowe technologie oraz szybkim postępowaniem technicznym. Innowacyjność wydaje się być nieodłącznym elementem działalności korporacji, jednak w zależności od kontekstu makroekonomicznego oraz funkcjonowania rynków produktowych innowacyjność niesie ze sobą bardzo zróżnicowane efekty ekonomiczne i zróżnicowane ryzyko.

Lwia część procesów innowacyjnych w globalnej gospodarce wydaje się zachodzić w pięciu krajach: USA, Japonii, Chinach, Francji i Wielkiej Brytanii, gdzie jednocześnie procesy te wydają się przynosić co najmniej problematyczne korzyści ekonomiczne, nawet przy uwzględnieniu zjawiska globalnego rozprzestrzeniania się (dyfuzji) innowacji. Jest to pierwszy, makroekonomiczny paradoks możliwy do zaobserwowania w związku z innowacyjnością.

Korporacje w różny sposób i z różną efektywnością podejmują działalność badawczo-rozwojową. To właśnie jej efektywność wydaje się być kluczowa dla zdolności firm do przetwarzania początkowego impulsu intelektualnego na konkretne wynalazki, inwestycje oraz efekty operacyjne. Efektywność ta zdaje się być najwyższa tam, gdzie badania i rozwój są stosunkowo autonomiczne organizacyjnie (tj. wydzielone w odrębnych spółkach) wobec reszty działalności firmy. W ten sposób pojawia się drugi paradoks w związku z innowacyjnością, tym razem na poziomie mikroekonomicznym: wysoce efektywna działalność B+R wydaje się być związana z wysoce efektywnym działaniem całej korporacji, ale wysokiej efektywności sprzyja wydzielenie sfery B+R z reszty organizacji.

Warto ponownie zadać tu pytanie, dlaczego większość światowego wysiłku badawczo-rozwojowego ma miejsce na tych rynkach, które wydają się zwracać ujemne efekty ekonomiczne. Analiza przypadków wskazuje, że na tych rynkach występuje najsilniejsza presja otoczenia na przedsiębiorstwa, w kierunku przyspieszania procesów innowacyjnych i zwiększania ich zakresu. W warunkach takich firmy zdolne przetrwać i rozwijać się często rozwijają swego rodzaju przewagę komparatywną w zakresie działalności badawczo-rozwojowej. Zarówno zewnętrzna presja na przedsiębiorstwa w kierunku postępu technicznego, jak i ich własna przewaga komparatywna w zakresie działalności innowacyjnej to czynniki działające w długim okresie, wykazujące silną inercję w stosunku do doraźnych zmian w otoczeniu. Gospodarki rozwijają się w miarę, jak rozwijają się działające na ich terytoriach przedsiębiorstwa. Wzrost gospodarczy jest oparty na skutecznych wzorcach biznesowych. W niektórych krajach wzorce te kształtują się w otoczeniu faworyzującym rozwój sfery działalności innowacyjnej. To z kolei prowadzi do wykształcenia się takiej gospodarki, w której niezależnie od tempa wzrostu gospodarczego oraz stanu bilansu płatniczego krańcowa wartość dodana do wynalazków jest ujemna. Jej negatywny znak nie powoduje jednak zaniku tych czynników, które skłaniają firmy do innowacyjności. Ta ostatnia rozwijana jest dalej, mimo zaniku zagregowanych korzyści ekonomicznych

z jej rozwoju. To przykład sytuacji podobnej do gry, w której gracze kontynuują rozgrywkę dlatego, że gra jest dla nich interesująca, niekoniecznie optymalna. W takiej sytuacji postęp techniczny wiąże się z tym większym ryzykiem, im jego tempo jest szybsze. Ilustracją tego problemu jest przeprowadzona wcześniej w niniejszym rozdziale analiza przypadku Suncor Energy.

W swoich sprawozdaniach finansowych Suncor Energy wymienia zbiór zagrożeń określanych jako „ryzyko strategiczne”, polegających głównie na uzależnieniu do niektórych czynników produkcji (np. wykwalifikowana siła robocza) albo niektórych partnerów społecznych. Wydaje się jednak, że inwestorzy nie dostrzegają ani ryzyk krótkoterminowych ani ryzyk strategicznych. Suncor Energy bez przeszkód akumuluje w szybkim tempie kapitał i cieszy się dużym zaufaniem rynków kapitałowych, które działają tu jak swego rodzaju amortyzator dla zagrożeń powstających wewnątrz firmy. Spróbujmy ocenić firmę o cechach przeciwnych do Suncor Energy pod względem relacji między ryzykami krótkoterminowymi, a długoterminowymi. Byłaby to firma o stosunkowo stabilnej rentowności, bez wyraźnych zaburzeń w rozmiarach produkcji, jednak mająca problem z akumulacją kapitału i ciesząca się niskim zaufaniem inwestorów. Takich firm praktycznie nie ma. Można zaobserwować dość częstą nieufność rynków finansowych wobec firm o chwiejnej sytuacji i niepewnych wynikach ekonomicznych, z drugiej strony zdarza się obojętność na tego typu zaburzenia i zaufanie do papierów wartościowych firmy mimo bieżącej niepewności odnośnie efektywności ekonomicznej jej biznesów. Nie ma natomiast przypadków ewidentnego niedowartościowania i problemów z akumulacją kapitału w firmach będących w dobrej kondycji.

Z punktu widzenia ryzyka korporacyjnego oznacza to, że zaburzenia bieżącej efektywności ekonomicznej mogą, ale nie muszą oznaczać problemów z akumulacją kapitału i nieufność inwestorów. Nie zdarza się natomiast tak, aby ryzyko długoterminowe istniało samo przez się, bez związku z ryzykiem krótkoterminowym.

Jak wobec tego traktować owe „ryzyka strategiczne” wyodrębniane w sprawozdaniach finansowych Suncor Energy jako odrębna kategoria? które mają wspólny mianownik: fakt uzależnienia od określonych, kluczowych zasobów ludzkich albo rzeczowych. Jeżeli bliżej przyjrzeć się temu uzależnieniu, widać związek z przewagą komparatywną: niektóre zasoby firmy wchodzą w tak wiele złożonych interakcji z pozostałymi, że powstała w ten sposób kombinacja przynosi o wiele większy strumień zysków niż prosta suma poszczególnych zasobów branych oddzielnie. Szczegółne „uzależnienie” Suncor Energy np. od kluczowej kadry inżynierskiej to przejaw rozwiniętej przewagi komparatywnej, co znajduje swoje odzwierciedlenie w wysokiej rentowności netto. Obserwacja sposobu, w jaki największe korporacje świata opisują ryzyko towarzyszące ich działalności można odnieść wrażenie, że takie widoczne przejawy przewagi komparatywnej uznawane są za „niebezpieczne uzależnienie” raczej niż za kombinację zasobów specyficznych o unikalnej efektywności ekonomicznej. Jednocześnie w rachunkowości korporacyjnej przyjęte jest obliczanie wartości „zasobów niematerialnych” (ang. *intangible assets*), podobnie jak oblicza-

nie wprost wartości przewagi komparatywnej, czyli tzw. *goodwill*. Mamy zatem do czynienia z paradoksem: z jednej strony przewaga komparatywna jest podkreślana na płaszczyźnie rachunkowości bilansowej, z drugiej strony jej konkretne przejawy uznawane są za szczególny czynnik strategicznego, długoterminowego ryzyka. Paradoks ten to istotna cecha współczesnej korporacji: z jednej strony trzeba budować trwałą efektywność ekonomiczną, z drugiej intuicyjnie wiadomo, że czynniki ponadprzeciętnej efektywności nie są wieczne. Takie przesłanie niesie ze sobą teoria konkurencji monopolistycznej. Jej twórca, E.H. Chamberlin (1933⁵³) podkreślał, że każda kombinacja zasobów specyficznych daje tylko chwilową przewagę komparatywną i nieuchronna jest z czasem konieczność poszukiwania nowych kombinacji. Analogia z teorią Chamberlina jest tu tym bardziej wskazana, że określanie ryzyka w kategoriach strategicznego ryzyka wynikającego z uzależnienia od pewnych kluczowych zasobów jest najczęściej spotykane w odniesieniu do firm wysoce innowacyjnych, które działają w biznesach nacechowanych szybkim postępem technicznym.

Przyczynowość działa w czasie, ale także w przestrzeni. Skutki zdarzeń zachodzących w jednym miejscu mogą wystąpić z niewielkim tylko opóźnieniem w innym. To jest zjawisko zwane ryzykiem systemowym. W przypadku Suncor Energy można dość wyraźnie zdefiniować dwa obszary owego ryzyka systemowego: zagrożenia dla środowiska naturalnego oraz zagrożenia dla gospodarki prowincji Alberta. Kierunki zależności przyczynowych w tych dwóch obszarach są na razie wzajemnie przeciwstawne. Każde zwiększenie skali działalności Suncor Energy pociąga za sobą większe zagrożenie ekologiczne, a jednocześnie stabilizuje gospodarkę prowincji. Ograniczenie eksploatacji piasków roponośnych lub nałożenie większych ograniczeń prawnych na tą eksploatację może zdestabilizować gospodarkę prowincji, ale zmniejszyć zagrożenia dla środowiska naturalnego. Mimo tego przeciwieństwa oba obszary ryzyka systemowego łączy tu wspólny mianownik w postaci transmisji skutków wystąpienia zagrożeń od firmy na zewnątrz raczej niż od świata zewnętrznego do wnętrza firmy. Ta ostatnia jest w stanie przystosować się do zmiennych warunków otoczenia, lecz koszty tego przystosowania przerzucane są na otoczenie w postaci tzw. efektów zewnętrznych.

Każde przedsięwzięcie związane z innowacjami oraz inwestycjami w nowe technologie ma swój najbardziej oczywisty koszt alternatywny w postaci inwestycji w aktywa finansowe, pozbawione ryzyka związanego z rozwojem nowych technologii. Analizowany w poprzednim rozdziale przypadek procesów inwestycyjnych w firmie IBM wskazuje, że jest to wybór całkiem realny, nie tylko czysto akademicki. Wiele wskazuje na to, że postęp techniczny oparty na procesach innowacyjnych zachodzących wewnątrz korporacji jest ściśle związany z funkcjonowaniem rynku kapitałowego. Tak długo, jak inwestycje czysto finansowe zapewniają zadowalający zwrot z kapitału, akumulacja tego ostatniego postępuje, szczególnie w firmach o wysoce efektywnej działalności B+R, nawet kiedy na poziomie zagregowanych ra-

⁵³ E.H. Chamberlin, *The Theory of Monopolistic Competition*, Cambridge 1933.

chunków narodowych krańcowa wartość dodana do innowacji jest ujemna. Wydaje się to potwierdzać tezę Franka Knight’a, że rozwój korporacji przyczynił się do stworzenia unikalnego rodzaju powiązań pomiędzy akumulacją kapitału z jednej strony oraz praktyczną, operacyjną działalnością przedsiębiorstw z drugiej, z uwzględnieniem wszystkich ryzyk i niepewności towarzyszących tej ostatniej. W perspektywie historycznej rynki finansowe wykazują wysoką zdolność przetrwania zarówno krótkotrwałych kryzysów, jak i całych dekad wyciszenia ich działalności (Harris 2005⁵⁴; Chaudhuri 1965⁵⁵; Hansmann, Kraakman, Squire 2006⁵⁶; Michie 2000⁵⁷). Współczesny paradygmat procesów innowacyjnych w korporacjach wydaje się być zatem stosunkowo trwały i niezagrożony, mimo towarzyszących mu paradoksów.

⁵⁴ R. Harris, *The Formation of the East India Company as a Cooperation-Enhancing Institution*, „Working Paper” 2005 (papers.ssrn.com/ abstract_id=874406).

⁵⁵ K.N. Chaudhuri, *The English East India Company: The Study of an Early Joint Stock Company, 1600–1640*, London 1965.

⁵⁶ H. Hansmann, R. Kraakman, R. Squire, *Law and the Rise of the Firm*, „Working Paper” 57/ 2006, Brussels (papers.ssrn.com/ abstract_id=873507).

⁵⁷ R.C. Michie, *The London Stock Exchange: A History*, Oxford University Press, March 2000.

Rozdział 4

Instytucjonalny model strategii korporacyjnych jako podstawa badania decyzji inwestycyjnych korporacji

Analizując opracowywaną corocznie przez magazyn „Fortune” listę 500 największych korporacji świata można zadać sobie pytanie, jak dalece przetasuje się porządek na tej liście za 10, 20, 50 lat i jakie to będzie miało konsekwencje dla światowej gospodarki oraz dla życia mieszkańców planety. Cytowane wcześniej w niniejszej książce dane historyczne wskazują, że korporacje jako specyficzny zbiór przedsiębiorczych organizacji naprawdę mogą swym funkcjonowaniem zmieniać oblicze światowej gospodarki, a zmiany w ich funkcjonowaniu mogą być czasami bardzo dynamiczne. Pojawia się zatem potrzeba skonstruowania narzędzia prognostycznego pozwalającego przewidzieć przyszłe zachowania korporacji oraz zakres i dynamikę możliwych zmian tych zachowań.

4.1. Konfrontacja klasycznej i neoklasycznej mikroekonomii z nową szkołą instytucjonalną – podstawowe założenia modelu

Działalność korporacji łączy subiektywnie racjonalne dążenie do maksymalizacji korzyści ekonomicznych ze zjawiskami wynikającymi z niedoskonałej informacji, w tym z ciągłym eksperymentowaniem odnośnie rozmiarów organizacji oraz z ciągłym moderowaniem wewnętrznych konfliktów interesów. Eksperymentowanie to jest obiektywnie skuteczne: wielkie korporacje to struktury społeczne o dużej zdolności przetrwania przy zachowaniu instytucjonalnej ciągłości i międzypokoleniowego przekazu wiedzy i doświadczenia. W tym samym otoczeniu makroekonomicznym, nawet w tej samej kulturze różne korporacje mają wyraźnie odmienne jakościowo schematy zachowań – nie ma jednego, idealnego wzorca działalności. Najbardziej podstawowym dylematem decyzyjnym w działalności korporacji wydaje się być wybór między dążeniem do homeostazy z jednej strony, a dążeniem do zmiany z drugiej. W długim okresie w funkcjonowaniu korporacji okresy względnego kon-

serwatyzmu przeplatają się z okresami wzmożonych, szybkich zmian strukturalnych. Przykładem może być cytowany wcześniej trend zmian udziału zysku netto sektora korporacyjnego w wartości dodanej wytwarzanej przez gospodarkę USA czy też zjawisko cyklicznego występowania wielkich fal fuzji i przejęć w korporacjach (Golbe, White 1993¹). Okresy konserwatyzmu i strukturalnej stabilności w korporacjach wiążą się ze względną stabilnością gospodarki jako całości, podczas gdy okresy szybkich zmian strukturalnych destabilizują gospodarkę.

Wcześniej wykazano ograniczenia klasycznej (ricardiańskiej) i neoklasycznej (marshallowskiej) mikroekonomii w wyjaśnianiu działalności korporacji. Wskazano również perspektywę poznawczą otwartą w nowej szkole instytucjonalnej². Warto jednak w tym miejscu poczynić ważne założenie: jeżeli klasyczna mikroekonomia nie wyjaśnia wszystkiego, to nie znaczy iż nie wyjaśnia niczego.

Model funkcjonowania korporacji powinien, zdaniem autora niniejszej książki, wyjść poza klasyczną mikroekonomię, nie odrzucając jej zdobyczy, lecz integrując ją ze spojrzeniem nowej szkoły instytucjonalnej. Ważne jest zatem sformułowanie założeń, na podstawie których do takiej integracji można doprowadzić. Należy założyć że nawet ograniczona racjonalność to wciąż racjonalność, czyli świadome dążenie do określonych celów w oparciu o posiadaną wiedzę. Ograniczona racjonalność oznacza, że podejmowane decyzje mogą być nieoptymalne jednak nie wyklucza to racjonalnego dążenia do podejmowania decyzji optymalnych. Można to porównać do wyścigu, w którym każdy z uczestników dąży do pokonania trasy w jak najkrótszym czasie. Nie istnieje obiektywnie coś takiego, jak „możliwie najkrótszy czas”. Obiektywny byt mają tylko konkretne, zmierzone czasy poszczególnych uczestników. Jednakowoż nie wyklucza to racjonalnego dążenia każdego ze ścigających się do osiągnięcia właśnie „możliwie najkrótszego czasu”.

Cel podjętych działań to nie to samo, co faktycznie osiągnięty wynik. Pierwsze istotne założenie mówi zatem, że działania korporacji są racjonalne, choć nieoptymalne. Skala działalności korporacji powoduje, że odgrywają one dużą społeczną rolę przede wszystkim poprzez swoje decyzje inwestycyjne, także te negatywne, polegające na sprzedaży aktywów. Najważniejsze do prognozowania w przyszłym funkcjonowaniu korporacji są właśnie ich decyzje inwestycyjne i to jest kolejne podstawowe założenie modelu. Klasyczna mikroekonomia zakłada dążenie przedsiębiorstwa do maksymalizacji zysku jako głównego kryterium decyzji inwestycyjnych. Nowa szkoła instytucjonalna wskazuje na nieliniowość faktycznych sytuacji decyzyjnych oraz na omówioną wyżej ograniczoną racjonalność, w konsekwencji ograniczając kryterium maksymalizacji zysku. **W niniejszej książce przyjmuje się, że przedsiębiorstwa dążą do maksymalizacji zysku, lecz nie wyłącznie do maksymalizacji zysku.** Zakłada się

¹ D.L. Golbe, L.J. White, *Catch a Wave: The Time Series Behaviour of Mergers*, „Review of Economics and Statistics” 1993, No. 75, s. 493–497.

² Nowa szkoła instytucjonalna to cały nurt teorii przedsiębiorstwa. Składa się na niego wiele teorii cząstkowych. Zasadne jest zatem mówienie o perspektywach, jakie ten nurt otwiera, niż o jednej perspektywie.

zatem, że ich decyzje inwestycyjne podejmowane są z uwzględnieniem wielokryterialnej funkcji celu. Istotnym kryterium celu, w przypadku korporacji, jest utrzymanie ich własnej ciągłości instytucjonalnej. Autor książki wzmacnia tu założenia przyjęte m.in. przez Olivera Williamsona w jego teorii kosztów transakcyjnych i twierdzi, że utrzymanie tejże ciągłości może być kryterium ważniejszym niż maksymalizacja zysku. Wielokryterialność, typową dla teorii nowej szkoły instytucjonalnej, ogranicza się tu jednak pojęciem kosztu alternatywnego. Niezależnie od złożoności funkcji celu w funkcjonowaniu korporacji, każda decyzja ma swoją alternatywę. Na dłuższą metę alternatywne rozwiązania są korporacjom znane w stopniu umożliwiającym podejmowanie decyzji w warunkach ograniczonej racjonalności. Podsumowując tą część wyводу, **przedmiotem prognoz za pomocą modelu funkcjonowania korporacji mają być w pierwszej kolejności (a więc jako główna zmienna wyjaśniana) racjonalne, lecz nieoptymalne decyzje inwestycyjne korporacji, posiadające koszt alternatywny określany w kontekście wielowymiarowej funkcji celu.**

Kolejna kwestia to włączenie do modelu elementu ryzyka. Modele analizy ryzyka koncentrują się na rozkładzie prawdopodobieństwa określonego typu zdarzeń. Rozkład taki można stworzyć, przy zadowalającym poziomie istotności, zapoznawszy się z odpowiednio dużą próbką zdarzeń przeszłych. W tym momencie pojawia się paradoks: ryzyko, będące elementem działań podejmowanych przy ograniczonej racjonalności, jesteśmy w stanie wiarygodnie oszacować dopiero wtedy, kiedy posiadamy wiedzę na tyle precyzyjną i pewną, że nasza racjonalność może być uznana za pełną i substancjalną. Powstaje pytanie, jak z tego paradoksu wybrnąć konstruując model funkcjonowania korporacji. Jak uwzględnić czynnik ryzyka w decyzjach inwestycyjnych korporacji, jeżeli do modelowania ryzyka potrzebujemy pełnej racjonalności i substancjalnej wiedzy? Zdaniem autora niniejszej książki, warto wrócić do korzeni pojęcia ryzyka w teorii przedsiębiorstwa, czyli do cytowanej wcześniej koncepcji Franka Knight'a (Knight 1921). Twierdził on, że podstawą decyzji podejmowanych w warunkach ryzyka jest subiektywnie postrzegana przewidywalność zdarzeń. Ta z kolei opiera się na ocenie rzeczywistości oraz samoocenie własnych procesów decyzyjnych podmiotu podejmującego decyzję. Kluczem do zrozumienia roli, jaką odgrywa czynnik ryzyka w decyzjach korporacji jest pojęcie obserwowalnej przyczynowości.

W otaczającym nas świecie zdarzenia powiązane są zależnościami przyczynowymi. Dla podmiotu podejmującego decyzję najistotniejsze jest wiarygodne określenie, jakie działania pozwolą z wiarygodnym prawdopodobieństwem osiągnąć zamierzone cele. Jeżeli jesteśmy w stanie przewidzieć, z rozsądnym prawdopodobieństwem, jakie efekty przyniosą nasze działania, wtedy działamy. Może być jednak tak, że nie jesteśmy w stanie takiego sądu sformułować, gdyż otaczająca rzeczywistość jawi się nam jako nieprzewidywalna. Wtedy możliwe są dwa rodzaje zachowań: unikanie sytuacji obarczonych nieprzewidywalnością albo, eksploatacja niepewności przy założeniu że inni też jej doświadczają. Można to porównać do funkcjonowania rynku kapitałowego w okresach kryzysu. Kiedy ceny papierów wartościowych spadają,

a potem zaczynają oscylować w trudny do przewidzenia sposób, większa część inwestorów wycofa się z rynku. Pozostanie jednak pewna grupa graczy rynkowych, którzy wiedząc o niepewności doświadczanej przez pozostałych będą ją wykorzystywać, np. rozsiewając plotki rodzące panikę i masową wyprzedać walorów. **Istotną wartością dodaną modelu funkcjonowania korporacji, ponad to co wiadomo na podstawie zestawienia klasycznej mikroekonomii z nową szkołą instytucjonalną, powinno być uwzględnienie procesu oceny ryzyka w decyzjach inwestycyjnych podejmowanych przez korporacje.**

Kolejnym istotnym aspektem funkcjonowania korporacji, wynikającym ze zderzenia klasycznej mikroekonomii z nową szkołą instytucjonalną jest spojrzenie na korporację jako na złożoną organizację. W tym punkcie autor książki zdecydowanie odchodzi od klasycznego założenia o nieobserwowalności wewnętrznych procesów decyzyjnych przedsiębiorstwa. Chcąc zrozumieć strategię korporacyjną, należy badać ich decyzje jako procesy zachodzące w złożonej strukturze społecznej. Opierając się na założeniach nowej szkoły instytucjonalnej przyjmuje się, że korporacja jest zbiorem kontraktów. Nowa szkoła instytucjonalna zakłada jednak, czasami wyraźnie a czasami tylko w sposób domyślny, że podmioty kontraktujące dążą w maksymalnym stopniu do uniknięcia konfliktów i sama treść kontraktów ma tym konfliktom zapobiegać. Autor przyjmuje jednak odmienny punkt widzenia, bliski teorii prawa: każdy zbiór kontraktów powoduje w naturalny sposób powstawanie konfliktów, chociażby ze względu na niedoskonałość kontraktów oraz rozbieżną wykładnię ich zapisów. Konflikty te są naturalnym procesem, a nie incydentalnymi zaburzeniami. Jeżeli korporacja jest zbiorem kontraktów, to jest także wiązką obiektywnie istniejących, na bieżąco rozgrywanych i moderowanych konfliktów interesów. Procesy decyzyjne korporacji, szczególnie odnośnie interesujących nas tu w sposób szczególny decyzji inwestycyjnych, opierają się na moderacji tychże konfliktów.

Kolejnym elementem wartości dodanej modelu funkcjonowania korporacji powinno być zatem uwzględnienie istnienia i moderacji obiektywnych konfliktów interesów wewnątrz korporacji – czyli ładu korporacyjnego – jako czynnika kształtującego jej procesy decyzyjne.

Połączenie dwóch wyżej wymienionych cech procesów decyzyjnych korporacji – działania w warunkach ryzyka oraz kolektywności – prowadzi do wniosku, że model strategii korporacyjnych powinien także uwzględniać: 1) ryzyko towarzyszące decyzjom każdego z interesariuszy oraz jego percepcję tego ryzyka, 2) ryzyko towarzyszące konfliktom interesów, 3) wzajemne sprzężenie między konfliktami interesów a decyzjami podejmowanymi przez strony tych konfliktów.

Korporacja działa w kontekście rynku kapitałowego. Jest to niejako wpisane w jej konstrukcję prawną i finansową. Model strategii korporacyjnych powinien zatem brać pod uwagę stałą interakcję z rynkiem kapitałowym. Klasyczna mikroekonomia zakłada doskonałą efektywność alokacyjną rynku kapitałowego i traktuje go jedynie jako medium między inwestorami a korporacjami. Nowa szkoła instytucjonalna przyjmuje inną optykę, przypisując rynkowi kapitałowemu niedoskonałości wynikające z istnienia kosztów transakcyjnych lub ze specyfiki stosunku agencji

między inwestorami a korporacją. Autor zdecydowanie przyjmuje punkt widzenia nowej szkoły instytucjonalnej, rozwija ją jednak przyjmując **trzy istotne założenia**: 1) autonomię i aktywność rynku kapitałowego, 2) połączenie korporacji z rynkiem kapitałowym poprzez moderację wewnętrznych konfliktów interesów tej ostatniej, 3) dwojaką, zarówno bierną jak i czynną rolę korporacji na rynku kapitałowym.

To pierwsze oznacza, że rynek kapitałowy nie jest wyłącznie biernym źródłem kapitału ani też zbiorem arbitrów przypominających radę nadzorczą. Rynek ten jest rynkiem w pełnym tego słowa znaczeniu, tzn. zachodzące tam zjawiska mają swoje własne mechanizmy sprawcze, w dużej mierze autonomiczne wobec strategii korporacyjnych.

Drugie założenie związane jest z faktem, że wielu spośród interesariuszy korporacji jest uczestnikami rynku kapitałowego i jako tacy są zaangażowani w jej wewnętrzne konflikty interesów. To właśnie moderacja owych konfliktów, a nie wycena firmy przez rynek kapitałowy jest podstawowym, dynamicznym łącznikiem między korporacją, a tym rynkiem. Mierząc wartości takie, jak kurs akcji, stosunek ceny do zysku czy wskaźnik q Tobina, mierzymy jedynie przejawy tego połączenia.

Trzecie założenie, o zarówno biernej jak i czynnej roli korporacji na rynku kapitałowym, wynika zarówno z analizy tego, czym jest korporacja, jak i ze wstępnej obserwacji ich sprawozdań finansowych. Korporacja to firma, która kupuje i sprzedaje inne firmy. W bilansach i rachunkach przepływów pieniężnych korporacji widać istotną rolę kupna i sprzedaży aktywów finansowych, w postaci papierów wartościowych innych firm. Korporacja nie tylko jest przedmiotem inwestycji, ale także inwestorem.

4.2. Pojęcie strategii jako podstawa konstrukcji modelu działalności korporacji

Zróznicowane wzorce działalności, eksperymentowanie, działanie w warunkach ograniczonej racjonalności przy jednoczesnym dążeniu do możliwie najpełniejszej racjonalności – wszystko to skłania do zastosowania pojęcia „strategia” jako podstawy modelowania działalności korporacji. Strategia jest pojęciem kojarzonym raczej z naukami o zarządzaniu niż z ekonomią, zastosowanie go w tym wypadku ma jednak swoje uzasadnienie. Aby to wyjaśnić, należy w pierwszym rzędzie uporządkować kwestie semantyczne, czyli określić co znaczy „strategia”. Można je rozumieć planistycznie albo behawioralnie. Planistyczne ujęcie strategii, wywodzące się z wojskowości, koncentruje się na planie działania podporządkowanym dalekoosiędnym celom, które zwykło się określać jako „cele strategiczne”. Takie ujęcie planistyczne ujęcie strategii można znaleźć u Ansoffa (1965³), Learned’a (1965⁴), Quinn’a

³ H.I. Ansoff, *Corporate Strategy: An Analytic Approach to Business Policy for Growth and Expansion*, New York 1965.

⁴ E.P. Learned, C.R. Christensen, K.R. Andrews, W.D. Guth, *Business Policy: Text and Cases*,

(1980⁵) czy też Mintzberga i Watersa (1985⁶). Drugie możliwe rozumienie pojęcia „strategia” wywodzi się z takich dyscyplin nauki, jak socjologia czy zoologia i odnosi się raczej do zachowania niż do planowania. Mówi się, na przykład o „strategiach przetrwania”, „strategiach polowania” czy „strategiach zalotów”. Pod pojęciem strategii rozumie się tu określony zbiór zachowań, stosunkowo powtarzalnych, wyraźnie funkcjonalnie sprzężonych poprzez podporządkowanie jednemu celowi i powodujących także stosunkowo powtarzalne efekty.

Wydaje się, że takie właśnie behawioralne ujęcie strategii korporacyjnych, koncentrujące się przede wszystkim na zidentyfikowaniu prawidłowości w zachowaniach korporacji bardziej niż na metodach planowania, jest bardziej wskazane przy wyjaśnieniu niespotykanej zdolności utrzymania własnej ciągłości instytucjonalnej oraz ekspansji, jaką przejawiają korporacje.

Badanie działalności korporacji na podstawie pojęcia strategii zakłada, że jest coś takiego jak strategie korporacyjne i należy je rozumieć jako zbiór zachowań korporacji. Rozwój korporacji jako dużych prywatnych organizacji to dynamiczny proces zmiany. Strategie korporacyjne, pojmowane na sposób behawioralny, to dynamiczna równowaga między zmianą a homeostazą. Równowaga ta utrzymywana jest w warunkach ciągłego, obiektywnie istniejącego, różnie uzewnętrznianego i moderowanego konfliktu interesów między różnymi grupami podmiotów związanych z korporacją. Celowo użyto tu określenia „związanych z korporacją” a nie „wewnątrz korporacji”, gdyż strategie korporacyjne zawsze rozgrywają się w powiązaniu z rynkiem kapitałowym, który stanowi naturalne środowisko korporacji. Strategie korporacyjne składają się z zachowań, które pozwalają korporacji zachować ciągłość instytucjonalną nawet w bardzo niestabilnym otoczeniu społecznym.

Mamy do czynienia z dużymi organizacjami, zatem należy wyjść ponad poziom indywidualnego planowania przez poszczególne osoby bądź małe zespoły. Można zatem wykluczyć czysto psychologiczne podejście do budowania strategii, łącznie z wszelkiego typu symulacjami procesów intelektualnych za pomocą narzędzi znanych z nauk o zarządzaniu. Współistnienie odmiennych jakościowo strategii oraz zjawisko ciągłego eksperymentowania wskazują, że korporacje mogą dążyć do instytucjonalnej homeostazy albo do instytucjonalnej zmiany i to jest najważniejsza cecha ich strategii. Warto przy tym wyjaśnić znaczenie słowa „dążyć” w odniesieniu do korporacji. Nie mają one indywidualnej intencjonalności ani woli, nie mają jednej podmiotowej świadomości, lecz mają skłonność do powtarzalnych zachowań jako organizacje. Dążenie w przypadku korporacji nie jest chceniem ani planowaniem, lecz obiektywnie obserwowalnym zbiorem zachowań. Dążenie do homeostazy to zbiór zachowań obiektywnie związanych przyczynowo ze znajdowaniem się w stanie homeostazy, a więc obiektywnie przyczyniających się do jej utrwalenia lub obiek-

Homewood 1965.

⁵ J.B. Quinn, *Strategies for Change: Logical Incrementalism*, Homewood 1980.

⁶ H. Mintzberg, J.A. Waters, *Of Strategies, Deliberate and Emergent*, „Strategic Management Journal” 1985, No. 6, s. 257–272.

tywnie z niej wynikających. W analogiczny sposób dążenie korporacji do zmiany definiuje się jako zbiór zachowań obiektywnie przyczyniających się do takiej zmiany albo obiektywnie z niej wynikających. Skłonność do homeostazy wydaje się być przypisana raczej do korporacji stosunkowo starych, powstałych na fali dynamicznego rozwoju technologii i rynków finansowych na przełomie XIX i XX wieku.

Korporacje młodsze, powstałe na fali rozwoju rynków finansowych w latach 70. XX wieku oraz te powstałe w efekcie procesów prywatyzacyjnych w Azji oraz Europie Środkowej i Wschodniej wydają się działać raczej według strategii zmiany instytucjonalnej. Można zaryzykować twierdzenie, że homeostaza jest swego rodzaju uwięzieniem trwającej przez jakiś czas zmiany, czymś w rodzaju poziomu nasycenia dla złożonego procesu o zmiennej dynamice. Homeostaza ta wydaje się być stanem, o którym w latach 30. XX wieku pisał R.H. Coase i który odpowiada maksymalnej wielkości korporacji.

Na tle owego podstawowego napięcia między dążeniem do homeostazy a dążeniem do zmiany pojawia się główne pytanie „dlaczego i po co?”. Dlaczego firmy, które doskonale mogłyby funkcjonować na swoich lokalnych rynkach, podejmują wysiłek o miejsce w ścisłej światowej czołówce największych korporacji?

Dlaczego ów stan względnej homeostazy, charakterystyczny dla największych korporacji świata, jest tak pożądany? Przecież wiąże się np. z większym ryzykiem korporacyjnym. Dlaczego nie wszystkie korporacje, a tylko niektóre, podejmują ów wysiłek o bycie jak największym? Oczywiście, można tu szukać wyjaśnień o charakterze psychologicznym: chciwość i pragnienie władzy to potężna motywacja do działania, a jedni ludzie posiadają te cechy w stopniu o wiele większym niż inni. Nie zapominać jednak, że mówimy o ogromnych prywatnych organizacjach, które w gruncie rzeczy są w stanie permanentnego wewnętrznego konfliktu interesów. Aspiracje jednego człowieka nie są w stanie nadać trwałego, spójnego kierunku tak wielkim strukturom społecznym przez dłuższy czas.

Konflikty interesów w łonie korporacji mają skłonność do sprowadzania się do typowych zbiorów zachowań. Zauważmy: dynamiczne dążenie do zmiany obserwuje się przede wszystkim w korporacjach prywatnych, operujących na bazie typowych cywilnych kontraktów. Firmy państwowe, nawet kontrolowane przez państwa o niewątpliwie imperialnych zapędach (Chiny, Libia, Indie) nie wykazują nawet części tej aspiracji do osiągnięcia stanu „homeostazy giganta”, jaka cechuje wiele korporacji prywatnych.

Poza tymi podstawowymi pytaniami pojawiają się inne, w efekcie analizy przypadków przeprowadzonej wcześniej w niniejszej książce. W zasadzie wszystkie analizowane przypadki skłaniają do zastanowienia się, w jakim stopniu zachowania korporacji można wyjaśniać i przewidywać za pomocą narzędzi optymalizacyjnych opartych na klasycznej teorii mikroekonomicznej Alfreda Marshalla, a w jakim stopniu należy tu zastosować narzędzia ekonomii instytucjonalnej i kluczowe dla niej pojęcia: specyficzności zasobów, oportunistycznego kontraktowego i niedoskonałej racjonalności.

Analiza przypadku firmy Akzo Nobel (patrz: 1.2. Klasyczna mikroekonomia i jej ograniczenia w badaniu działalności korporacji) wskazuje z kolei, że istotną kwestią przewidywalności zachowań korporacji jest zależność między jej decyzjami inwestycyjnymi (w tym o fuzjach, przejęciach albo sprzedaży całych przedsiębiorstw), a efektywnością ekonomiczną odpowiednich biznesów. Czy zachowania korporacji należy przewidywać przy założeniu, że inwestować będą w to, co najbardziej opłacalne na krótką metę, czy też można im przypisać racjonalność bardziej długofalową? Czy korporacje inwestują w obszarach o niższej efektywności ekonomicznej niż inne dlatego, że nie widzą owych różnic czy też działa tu mechanizm inwestowania na zapas?

Analiza przypadków polskich spółek: Bioton S.A. oraz Grupa Kęty S.A. kieruje z kolei uwagę na pytanie, czy szybki wzrost korporacji jest zawsze oparty na takiej samej racjonalności. Czy każda akumulacja kapitału w notowanych na giełdzie spółkach akcyjnych to strategia zmiany z dalekim celem w postaci homeostazy w światowej czołówce największych firm, czy też działa tu może mechanizm typu „jeszcze jeden opłacalny biznes, a potem zobaczymy”? Analiza przypadku firmy Belvedere i jej skomplikowanych relacji z wierzycielami skłania z kolei do refleksji podobnej do tej wyrażonej w teorii agencji: jak dalece interesy różnych podmiotów wewnątrz korporacji mogą się rozmijać, nie rozsadzając jednocześnie korporacji od środka i nie doprowadzając do jej rozpadu? Porównanie dobrych praktyk korporacyjnych z różnych krajów rodzi pytanie, jaka jest praktyczna rola tych norm przy przewidywaniu zachowań korporacji. Czy firma osadzona w brytyjskim modelu ładu korporacyjnego będzie stosować strategię radykalnie odmienne od firmy działającej w porządku niemieckim?

Zestawienie zachowań korporacji z funkcjonowaniem rynku kapitałowego skłania do zbadania, w jaki sposób światowe rynki kapitałowe będą w przyszłości funkcjonować, szczególnie biorąc pod uwagę dużą rolę inwestycji dokonywanych przez korporacje w zasoby niespecyficzne oraz nie do końca jasny związek między rozwojem rynków kapitałowych a praktycznymi korzyściami ekonomicznymi z postępu technicznego i wynalazczości, co zaobserwowano w przypadku firmy IBM. Ten przypadek oraz np. porównanie firm Israel Corporation oraz Royal Dutch Shell zwraca uwagę na istotną i nie do końca jasną rolę niedoskonałych kontraktów dłużnych – takich jak na przykład te towarzyszące tworzeniu i rozwojowi firmowych funduszy emerytalnych. Jaką rolę w przyszłym rozwoju rynków kapitałowych będzie odgrywał ów rozmyty dług korporacyjny i jak to będzie wpływać na finansowanie postępu technicznego przez te rynki?

Podobnie istotne dla przyszłego funkcjonowania owych rynków jest ryzyko korporacyjne. Czy inwestorzy będą bardziej skłonni do finansowania korporacji o ryzyku wyraźnie skoncentrowanym wokół konkretnych biznesów o dużej dynamice rozwoju, czy też korporacji dywersyfikujących ryzyko między różne, wzajemnie autonomiczne przedsięwzięcia? W jakiej mierze rynki kapitałowe mogą się uwrażliwić na ryzyko systemowe, którego źródłem są korporacje, np. na zagrożenia ekologiczne lub społeczne?

4.3. Teoria gier jako podstawa formalizacji modelu strategii korporacyjnych

Chcąc modelować strategie korporacyjne, należy objąć jednym modelem równoczesne i wzajemnie na siebie wpływające zachowania wielu podmiotów, korporacji oraz ich interesariuszy. Zachowania te są racjonalnie ukierunkowane na optymalny efekt, jednak niekoniecznie optymalne w swych realnych skutkach. Przy modelowaniu takich zachowań pojawiają się dwie możliwe perspektywy teoretyczne: ewolucjonizm oraz teoria gier. W ujęciu ewolucyjnym, które stosowane jest bardziej w odniesieniu do problematyki starej szkoły instytucjonalnej, jednak jest możliwe do przeniesienia na grunt ściśle pojętej teorii przedsiębiorstwa i nowej szkoły instytucjonalnej, strategie korporacyjne byłyby darwinowskim procesem adaptacji do otoczenia, poprzez selekcję najlepszych rozwiązań i eliminacji tych gorszych, przy jednoczesnym założeniu o nieodwracalności zmian. Proces ewolucji to proces kształtowania się pewnego zbioru cech oraz ich stopniowania u określonych podmiotów. Strategie korporacyjne – zachowania korporacji – są w tym ujęciu traktowane jako przejaw takich właśnie cech. Strategie same w sobie nie mają tu pierwszorzędного znaczenia, najważniejsze są cechy firm. Strategie jako takie mogą być nawet dość przypadkowe, gdyż są tylko chwilową manifestacją zdolności lub skłonności do określonych zachowań. W procesie ewolucji jest wyraźnie wyodrębniony zbiór czynników zewnętrznych w stosunku do ewoluujących podmiotów, tzw. środowisko, do którego podmioty te przystosowują się. Stan równowagi w procesie ewolucji to sytuacja, gdy chwilowo cechy poszczególnych podmiotów są optymalnie dopasowane do środowiska, czyli do zbioru czynników zewnętrznych (patrz np. Nelson, Winter 1982⁷; Andersen 2004⁸; Hodgson, Knudsen 2004⁹, 2006a¹⁰, 2006b¹¹, 2006c¹²). Stan homeostazy strategii korporacyjnych wydaje się być możliwy do zdefiniowania w kategoriach chwilowego stanu doskonałego dopasowania (równowagi), zaś okresy zmian strukturalnych to

⁷ R. Nelson, S. Winter, *An Evolutionary Theory of Economic Change*, Cambridge 1982.

⁸ E.S. Andersen, *Population Thinking, Price's Equation and the Analysis of Economic Evolution*, „Evolutionary and Institutional Economics Review”, November 2004, Vol. 1, No. 1, s. 127–148.

⁹ G.M. Hodgson, T. Knudsen, *The Complex Evolution of a Simple Traffic Convention: The Functions and Implications of Habit*, „Journal of Economic Behavior and Organization” 2004, Vol. 54, No. 1, s. 19–47.

¹⁰ G.M. Hodgson, T. Knudsen, *Why We Need a Generalized Darwinism: and Why a Generalized Darwinism is Not Enough*, „Journal of Economic Behavior and Organization”, September 2006, Vol. 61, No. 1, s. 1–19.

¹¹ G.M. Hodgson, T. Knudsen, *Dismantling Lamarckism: Why Descriptions of Socio-Economic Evolution as Lamarckian are Misleading*, „Journal of Evolutionary Economics”, October 2006, Vol. 16, No. 4, s. 343–366.

¹² G.M. Hodgson, T. Knudsen, *The Nature and Units of Social Selection*, „Journal of Evolutionary Economics”, December 2006, Vol. 16, No. 5, s. 477–489.

okresy adaptacji, czyli ewolucji ściśle pojętej. Chcąc zastosować takie podejście, trzeba jednak wyodrębnić czynniki zewnętrzne wobec procesu ewolucji. W przypadku strategii korporacyjnych jest to zawsze problematyczne, gdyż jedną z ważnych cech tych strategii jest ich sprzężenie zwrotne wobec szerszego otoczenia społecznego – korporacje kształtują swoje otoczenie, nie tylko są przez nie kształtowane.

Badanie strategii korporacyjnych z perspektywy teorii gier wymaga przede wszystkim odmiennego spojrzenia na to, czym są strategie korporacyjne. Strategie graczy, ze swoimi przesłankami i efektami są zasadniczą treścią każdej gry. Nie traktuje się ich tu jako przejawu czegoś innego (cech graczy), lecz jako byt sam w sobie. Strategie graczy są kształtowane przez reguły gry, a te z kolei też mogą być w długim okresie zmieniane przez strategie graczy (np. Hurwicz 1960¹³). Z punktu widzenia teorii gier strategie korporacyjne są obiektywnie istniejącymi związkami przyczynowymi między sposobami działania oraz ich efektami.

Teoria gier daje stosunkowo dużą swobodę w zakresie podziału czynników kształtujących strategie graczy na te zewnętrzne (egzogeniczne) oraz te wewnętrzne (endogeniczne). Znane są takie zastosowania teorii gier do modelowania zjawisk ekonomicznych, gdzie wszystkie czynniki są endogeniczne (np. Greif 2006 op. cit.). W takich sytuacjach przydatne może być przyjęcie założenia o istnieniu jakichś pierwotnych reguł gry, chociaż proces kształtowania reguł może być też traktowany jako endogeniczny (np. Aoki 2007). Takie podejście jest przydatne w odniesieniu do strategii korporacyjnych, gdzie rozróżnienie między czynnikami egzogenicznymi a endogenicznymi jest problematyczne (np. tempo wzrostu PKB może być traktowane jako egzogeniczne, jednak jest ono kształtowane przez zachowania korporacji na rynkach kapitałowych, czyli jest częściowo endogeniczne).

Mając do wyboru dwa możliwe ujęcia teoretyczne: ewolucyjne albo teorię gier, do modelowania strategii korporacyjnych w niniejszej książce wybrano teorię gier. Zdecydowały o tym cztery czynniki.

Po pierwsze, kwestia endogeniczności czynników modelu. Przytoczone wcześniej obserwacje i rozważania na temat strategii korporacyjnych wskazują, że w przypadku tak dużych organizacji precyzyjne rozróżnienie na to, co ewoluuje oraz to, pod wpływem czego ewolucja ma miejsce jest stosunkowo trudne. Oczywiście, można sformułować aprioryczne założenia w tym zakresie, jednak autor postanowił potraktować możliwe jak najwięcej uwarunkowań zachowań korporacji jako przynajmniej częściowo endogenicznych wobec ich strategii.

Po drugie, teoria gier traktuje strategie same w sobie jako coś substancjalnego, podczas gdy teoria ewolucji postrzega je w kategoriach mniej lub bardziej efemerycznych przejawów czegoś innego, czyli cech korporacji. Zmierzamy tu do zbudowania modelu strategii korporacyjnych, logiczne więc wydaje się ich modelowanie za pomocą takiego aparatu pojęciowego, który przyznaje im obiektywne istnienie.

¹³ L. Hurwicz, *On the Dimensional Requirements for Non-wasteful Resource Allocation Systems*, [w:] *The Mathematical Methods in the Social Sciences*, red. K.J. Arrow, S. Karlin, P. Suppes, Stanford 1960.

Po trzecie, strategie korporacyjne rozgrywają się w różnych horyzontach czasowych jednocześnie. Strategie długofalowe i strategie doraźne współistnieją ze sobą, przy czym przydatne jest rozróżnienie mechanizmów kształtujących jedno i drugie. Teoria ewolucji czegoś takiego nie przewiduje. Procesy ewolucyjne mają w zasadzie jednolite tempo dla wszystkich zmian przystosowawczych. Teoria gier umożliwia jednak takie zestawienie: gracze budują strategie doraźne, które kształtują przestrzeń gry, co w długim okresie kształtuje reguły dalszych rozgrywek i ten mechanizm kształtowania reguł znajduje swoje odzwierciedlenie w długofalowych strategiach graczy itp.

Po czwarte, istotnymi aspektami strategii korporacyjnych są: konkurencja i ryzyko. Zarówno teoria ewolucji, jak teoria gier umożliwiają uwzględnienie konkurencji w modelu strategii korporacyjnych, jednak teoria gier pozwala szczególnie jasno i jednoznacznie zestawić mechanizmy konkurencji z podejmowaniem ryzyka przez graczy. Jednocześnie teoria gier pozwala modelować czynnik ryzyka w budowaniu strategii bez jakiegokolwiek psychologizowania, tzn. bez odnoszenia się do myśli czy emocji graczy, a jedynie do ich zachowań.

Jako bezpośrednią podstawę teoretyczną formalizacji modelu strategii korporacyjnych przyjęto trzy teorie gier, nagrodzone w 1994 roku tzw. ekonomiczną nagrodą Nobla¹⁴: teorię dynamicznej równowagi Johna Nasha, teorię gier z niedoskonałą informacją Johna Harsanyiego oraz teorię gier ekstensywnych z niedoskonałą pamięcią Reinharda Seltena. Wydaje się, że najbardziej znana spośród nich i stosunkowo najczęściej stosowana w badaniach ekonomicznych jest teoria Nasha. Jednakowoż dwie pozostałe stanowią jej cenne uzupełnienie. Według wiedzy autora książki nie ma jednak teoretycznych ani empirycznych modeli ekonomicznych, w których wszystkie te trzy teorie byłyby zastosowane jednocześnie. **Jednym z elementów wartości dodanej modelu strategii korporacyjnych, rozwijanego dalej w niniejszej książce, jest synteza tych trzech teorii zastosowana do modelowania zjawisk ekonomicznych.**

Najpierw warto krótko omówić każdą z tych teorii, a następnie objaśnić przesłanki ich łącznego zastosowania właśnie do modelowania strategii korporacyjnych.

Chronologicznie najwcześniejsze wydają się prace Johna Nasha¹⁵. Jego głównym obszarem zainteresowania było ponowne zdefiniowanie pojęcia równowagi rynkowej, w kategoriach dynamicznych. Ogólna teza Nasha, sformułowana w artykule *Equilibrium Points in n-Person Games* (Nash 1950a¹⁶) i rozwijana w kolejnych pracach

¹⁴ Określenie „tzw. ekonomiczna nagroda Nobla” odnosi się do faktu, że o ile w potocznej świadomości mówi się o „ekonomicznych Noblach”, o tyle nie są to nagrody Nobla w ścisłym tego słowa znaczeniu, gdyż nie są nadawane przez komitet noblowski.

¹⁵ W swoim pierwszym szerzej znanym artykule z 1950 roku, *Equilibrium Points in n-Person Games* John Nash powołuje się na Von Neumanna i Morgensterna jako na pionierów zastosowania teorii gier w naukach ekonomicznych; patrz: J. von Neumann, O. Morgenstern, *The Theory of Games and Economic Behaviour*, Princeton 1947.

¹⁶ J.F. Nash, *Equilibrium Points in n-Person Games*, „Proceedings of the National Academy of Sciences of the United States of America” 1950, Vol. 36, No. 1, s. 48–49.

(Nash 1950b¹⁷; Nash 1951¹⁸; Nash 1953¹⁹) była następująca: każda n -osobowa gra może być postrzegana jako przestrzeń, w której ścierają się strategie poszczególnych graczy. Każdy z graczy stosuje w rzeczywistości strategię, która jest n -elementową kombinacją tzw. strategii czystych, odpowiadających maksymalizacji jednego szczegółowego kryterium użyteczności²⁰. Strategie rzeczywiste każdego z graczy mogą być traktowane jako funkcje gęstości prawdopodobieństwa zastosowania strategii czystych. Jeżeli każda czysta strategia ma, według oczekiwań graczy, przynieść określony strumień wypłat, strumień rzeczywisty otrzymywany przez każdego z graczy jest wielowymiarowym rozkładem gęstości prawdopodobieństwa. Strategie rzeczywiste graczy są n -wymiarowymi przestrzeniami. Przestrzeń gry jest łącznym n -wymiarowym odwzorowaniem indywidualnych przestrzeni strategicznych poszczególnych graczy. Jeżeli strategie rzeczywiste są racjonalne, w przestrzeni gry jest punkt równowagi, w którym następuje zetknięcie się (dosłowne tłumaczenie z tekstu Nasha powinno brzmieć „starcie” od angielskiego „countering”) indywidualnych przestrzeni strategicznych poszczególnych graczy.

Warunkiem uznania strategii rzeczywistych poszczególnych graczy za racjonalne jest to, aby każda strategia rzeczywista była nastawiona na otrzymanie najwyższego z możliwych do oczekiwania strumienia wypłat, biorąc pod uwagę cząstkową użyteczność strategii czystych. To właśnie założenia o racjonalności uczestnika gry wydają się być najważniejszym elementem teorii Nasha, z punktu widzenia teorii ryzyka. Zarówno wcześniejsze, jak i późniejsze teorie obejmujące kwestie racjonalności (np. teoria kosztów transakcyjnych i cytowane wcześniej prace Olivera Williamsona) zakładały, że w warunkach niepewności racjonalność uczestnika rynku jest zawsze ograniczona. John Nash podszedł do sprawy w inny sposób. Założył, że ponieważ wszyscy działamy zawsze w warunkach niepewności, niemożność przewidzenia przyszłości jest tak oczywista, że nie ma sensu jej traktować jako istotnej cechy wyróżniającej uczestników rynku (patrz: Nash 1950b²¹). Istotne jest natomiast, jak racjonalnie podchodzi uczestnik rynku do swoich własnych oczekiwań i jak przekłada te oczekiwania na swoje postępowanie. Racjonalność Nasha polega na dążeniu do maksymalnej możliwej użyteczności, przy akceptacji niepewności.

John Nash przedstawił również nowatorski sposób podejścia do kwestii tzw. kooperacyjności gier i jej roli w ekonomii. Chodzi tu o zjawisko zawierania mniej lub bardziej trwałych sojuszy i koalicji, zarówno w czystych grach, jak i w funkcjonowa-

¹⁷ J.F. Nash, *The Bargaining Problem*, „Econometrica” 1950, Vol. 18, No. 2, s. 155–162.

¹⁸ J.F. Nash, *Non-Cooperative Games*, „The Annals of Mathematics, Second Series” 1951, Vol. 54, Issue 2, s. 286–295.

¹⁹ J.F. Nash, *Two – Person Cooperative Games*, „Econometrica” 1953, Vol. 21, Issue 1, s. 128–140.

²⁰ Zakłada się tu, że zestaw strategii czystych jest jednolity dla wszystkich graczy. Echo tego sposobu postrzegania rynku można dostrzec w wielu późniejszych pracach z dziedziny ekonomii i zarządzania, np. w teorii sił konkurencyjnych Michaela Portera.

²¹ J.F. Nash, *The Bargaining Problem...*, s. 155–162.

niu rynków i przedsiębiorstw. Nash założył, że w każdej n-osobowej grze każdemu z graczy można przyporządkować takiego innego gracza, że między nimi prawdopodobieństwo wzajemnej kooperacji jest tak niskie, iż można je potraktować jako zerowe (Nash 1951²²). Stąd n-osobową grę o niewiadomym stopniu kooperacyjności można potraktować jako zbiór dwuosobowych gier niekooperacyjnych, w których łatwo znaleźć punkt równowagi, który będzie punktem kompromisu (według słownictwa Nasha „punktem starcia indywidualnych strategii”) między graczami. W przypadku wielu graczy grających o tę samą stawkę punkty równowagi w parach graczy niekooperujących będą tożsame, tzn. będzie jeden punkt równowagi.

W artykule pt. *Two-Person Cooperative Games* (1953²³) John Nash rozszerzył swój model niekooperacyjnej gry dwuosobowej na grę kooperacyjną. Jak sam pisał: „Słowo ‘kooperacyjna’ jest tu stosowane, ponieważ dwa podmioty mają w zamierzeniu być zdolne do omówienia sytuacji oraz do uzgodnienia racjonalnego wspólnego planu działania, który ma postać umowy możliwej do wyegzekwowania”²⁴. Nash twierdził, że kooperacyjność jest stopniowalna i gra niekooperacyjna tym różni się od gry kooperacyjnej, że czynnik kooperacyjności jest tam zredukowany do zera. Jednocześnie twierdził, że niezależnie od stopnia kooperacyjności każdą interakcję między graczami można sprowadzić do sytuacji negocjacji spornych stanowisk (tzw. bargaining problem, rozwinięty w: Nash 1950b²⁵), przy czym w negocjacji takiej istotną rolę odgrywa mechanizm groźby oraz związanej z nią sankcji (ang. *threat concept*). Przy takich założeniach każdy wspólny plan stworzony w ramach kooperacji jest punktem równowagi między strategiami podmiotów uczestniczących w kooperacji. Cechy punktu równowagi są takie, jak omówione wyżej we wcześniejszych publikacjach Nasha.

Wspólnagrodzony z Johnem Nashem, John Harsanyi (Harsanyi 1953²⁶; 1966²⁷; 1967²⁸; 1968²⁹) rozwijał zastosowania teorii gier w ekonomii w nieco innym kierunku. Koncentrował się on na problemie racjonalności i uwarunkowań racjonalnego działania uczestników rynku w sytuacji niepewności. Podchodził do tych kwestii z innego punktu widzenia niż John Nash. O ile Nash skupiał się na wyjaśnieniu, jak toczy się gra, o tyle Harsanyi próbował wyjaśnić, dlaczego toczy się gra, tzn. dlaczego ludzie uczestniczą w grach ekonomicznych.

²² J.F. Nash, *Non-Cooperative Games...*, s. 286–295.

²³ Tamże, s. 128–140.

²⁴ Tłumaczenie autora.

²⁵ J.F. Nash, *The Bargaining Problem...*, s. 155–162.

²⁶ J.C. Harsanyi, *Cardinal Utility in Welfare Economics and in the Theory of Risk – Taking*, „The Journal of Political Economy” 1953, Vol. 61, Issue 5, s. 434–435.

²⁷ J.C. Harsanyi, *A General Theory of Rational Behavior in Game Situations*, „Econometrica” 1966, Vol. 34, No. 3, s. 613–634.

²⁸ J.C. Harsanyi, *Games With Incomplete Information Played by „Bayesian” Players. Part I: The Basic Model*, „Management Science” 1967, Vol. 14, No. 3, s. 159–182.

²⁹ J.C. Harsanyi, *Games With Incomplete Information Played by „Bayesian” Players. Part II: Bayesian Equilibrium Points*, „Management Science” 1968, Vol. 14, No. 5, s. 320–334.

Interesowała go więc nie tyle racjonalność budowania strategii, ile racjonalność podejmowania gry i to ona była podstawą jego teorii.

Harsanyi pisał m.in. (1966³⁰): „[...] celem tej teorii jest udzielenie odpowiedzi na niektóre z podstawowych pytań dotyczących sytuacji życia codziennego, na które można odpowiedzieć tylko na gruncie teorii uprawniającej jasno określone prognozy. Jeżeli, na przykład, dwie osoby mają wspólny interes w osiągnięciu skutecznego rozwiązania, ale mają przeciwstawne interesy odnośnie dystrybucji strumienia wypłat, jakie czynniki decydują o rzeczywistej możliwości osiągnięcia porozumienia dającego skuteczne rozwiązanie? Innymi słowy, w jakich warunkach racjonalnie postępujące osoby będą niezdolne do osiągnięcia porozumienia i zaangażują się w wyniszczający konflikt, którego uniknięcie jest w ich wspólnym interesie? W jaki sposób pozycje negocjacyjne stron oraz związane z nimi wypłaty uzależnione są od podstawowych zmiennych niezależnych charakteryzujących dany stosunek społeczny? Jaka koalicja pojawi się, jeżeli wszystkie podmioty gry działają racjonalnie? itp.”³¹

W teorii Harsanyi’ego widać pewne wewnętrzne napięcie odnoszące się do interpretacji indywidualnych procesów decyzyjnych i oczekiwań uczestników gry. Z jednej strony Harsanyi zdecydowanie oddzielał teorię gier (a więc i swoją własną teorię) od teorii indywidualnych wyborów, w tym także indywidualnej percepcji ryzyka (1966³²). Z drugiej jednak strony w jego teorii bardzo dużą rolę odgrywają zarówno założenia, jak i twierdzenia odnoszące się do indywidualnych oczekiwań uczestników gry (1967³³; 1968³⁴). W szczególny sposób interesował się grami z niepełną informacją. Zakładał, że podejmowanie takiej gry jest procesem stopniowym, złożonym z gier wprowadzających, w trakcie których uczestnicy gry stopniowo kształtują swoje oczekiwania względem funkcji wypłat z gry, a także budują się reguły kolejnych gier. Dużą rolę w grze o niepełnej informacji odgrywa wzajemna obserwacja i naśladownictwo między graczami. Każdy z graczy buduje i ciągle aktualizuje pewne wyobrażenie o strategiach innych graczy oraz o ich wyobrażeniach na temat jego własnej strategii. Jednocześnie po to, aby w grze mogła wystąpić dynamiczna równowaga potrzebna jest tzw. wewnętrzna spójność (ang. *consistency*) strategii poszczególnych graczy, tzn. oczekiwane przez nich funkcje wypłat z gry muszą być jakąś uzasadnioną transformacją racjonalnie słusznej, hipotetycznej funkcji wypłat określającej grę. Dynamiczna równowaga występuje tylko w takich grach, w których strategie graczy są logiczne w takim sensie, że wnioski prawidłowo wynikają z przesłanek.

Harsanyi skonstruował własną definicję gry kooperacyjnej, odmienną od definicji Nasha (jak również odmienną od definicji Seltena, którego poglądy omawiane są dalej). O ile Nash przyjmował stopniowalność kooperacyjności w grze, o tyle Harsanyi

³⁰ J.C. Harsanyi, *A General Theory of Rational Behavior...*, s. 613–634.

³¹ Tłumaczenie własne autora.

³² J.C. Harsanyi, *A General Theory of Rational Behavior...*, s. 613–634.

³³ J.C. Harsanyi, *Games With Incomplete Information Played by „Bayesian” Players. Part I...*, s. 159–182.

³⁴ J.C. Harsanyi, *Games With Incomplete Information Played by „Bayesian” Players. Part II...*, s. 320–334.

określał kooperacyjność gry jako zmienną modalną i wyróżniał gry doskonale kooperacyjne i niedoskonale kooperacyjne. Gra doskonale kooperacyjna Harsanyi'ego to taka, w której obowiązują pełne i w pełni egzekwowalne (ang. *enforceable*) kontrakty. Jeżeli ten warunek nie jest spełniony odnośnie konkretnej gry należy ją uznać za grę niekooperacyjną.

Racjonalność Harsanyi'ego opiera się na dobrze znanym w ekonomii pojęciu użyteczności. Stawiał on tezę, że na potrzeby teorii podejmowania decyzji ekonomicznych w warunkach ryzyka należy radykalnie zrewidować sposób pojmowania użyteczności w stosunku do klasycznej, marshallowskiej teorii ekonomicznej. Po pierwsze, skupić należy się na użyteczności średniej, nie na użyteczności krańcowej, gdyż dla każdego uczestnika rynku korzyści krańcowe sprowadzają się do średniej oczekiwanej w danej chwili sumy korzyści. Po drugie, w sytuacji gry obciążonej ryzykiem gracze są skłonni do systematycznego „przełacania”, tzn. do przypisywania dużej wartości bardzo małym korzyściom i ta skłonność do „przełacania” rośnie wraz ze wzrostem ryzyka. W związku z tym w teorii decyzji w warunkach ryzyka trzeba przyjąć, że odwrotnie niż w klasycznej ekonomii, krańcowa użyteczność rośnie wraz ze wzrostem dochodów, jakie uczestnik rynku może zaangażować w grę (1953³⁵).

Między teorią Nasha a teorią Harsanyi'ego jest jedno niewątpliwe podobieństwo: obaj badacze starali się opracować koncepcje jak najczystsze teoretycznie tak, aby były możliwe do zastosowania we wszystkich możliwych sytuacjach. Założenia empiryczne odnośnie konkretnej sytuacji (monopol, duopol, konkurencja, liczba graczy, negocjacje, kooperacyjność itd.) były tu drugorzędnymi parametrami, nie wpływającymi na treść samej teorii.

Zarówno John Nash, jak i John Harsanyi badali tzw. gry skończone. Są to gry, w których zbiory: graczy i ruchów, jak również obszar gry są określone. Z teoretycznego punktu widzenia pojęcie gry skończonej (ang. *finite game*) pozwala badać możliwość i ścieżkę dojścia do jakiegoś hipotetycznego punktu równowagi.

Trzeci ze współnagrodzonych w 1994 roku ekonomicznym „Noblem”, Reinhard Selten (1975³⁶) rozwinął w ekonomicznych zastosowaniach teorii gier koncepcję **gry ekstensywnej**, czego dokonał w ślad za pracami Kuhna (1953³⁷). Zainteresował się takimi grami, które mogą toczyć się teoretycznie – w nieskończoność, dopóki zbiór graczy nie stanie się zbiorem pustym oraz gdzie zbiór graczy może zmieniać się w czasie trwania gry. W badaniach Seltena szczególnie ważne są dwa pojęcia: pamięci gry oraz gry podrzędnej. Pamięć gry to zdolność graczy do określenia, w dowolnym momencie gry, jaka sekwencja ich własnych decyzji doprowadziła ich do danej sytuacji. Selten dzielił gry na te posiadające atrybut pamięci doskonałej (ang. *games with*

³⁵ J.C. Harsanyi, *Cardinal Utility in Welfare Economics...*, s. 434–435.

³⁶ R. Selten, *Reexamination of the Perfectness Concept for Equilibrium Points in Extensive Games*, „Journal International Journal of Game Theory” 1975, Vol. 4, No. 1, reprint: *Classics in Game Theory*, red. H.W. Kuhn, Princeton University Press, 1997, s. 317–354.

³⁷ H.W. Kuhn, *Extensive Games and The Problem of Information*, [w:] *Contributions to The Theory of Games*, Princeton University Press, 1953, s. 193–216, reprint: *Classics in Game Theory...*, s. 46–68.

perfect recall) oraz na te cechujące się pamięcią niedoskonałą. Twierdził, że tylko w grze o pamięci doskonałej może występować stan dynamicznej równowagi, gdyż tylko wtedy strategie graczy są spójne i racjonalne, nawet przy asymetrii informacyjnej. W grze o pamięci niedoskonałej nie ma stanu równowagi. Pojęcie gry podrzędnej związane jest z naturą gry ekstensywnej. Jest to gra o płynnych granicach w czasie i przestrzeni. Nie da się dokonać jej dokładnego empirycznego opisu. Opis taki może być dokonany tylko odnośnie jej gier podrzędnych, czyli pewnych podzbiorów zdarzeń w ramach całej gry. Gry skończone, jak gra Nasha czy gra Harsanyi'ego Selten traktował jako przykłady gier podrzędnych. Stany równowagi tych gier określał jako stany równowagi gier podrzędnych i sformułował następującą ogólną zasadę: punkt doskonałej równowagi gry ekstensywnej jest zawsze punktem doskonałej równowagi gry podrzędnej, jednak nie każdy punkt doskonałej równowagi gry podrzędnej jest punktem doskonałej równowagi gry ekstensywnej.

Teoria Nasha pozwala na sformalizowanie zachowań takich, jakie w niniejszej książce obejmuje się zbiorczym określeniem strategii korporacyjnych. Chodzi o działania niedoskonale racjonalne i nieoptymalne, tym niemniej racjonalnie ukierunkowane na maksymalizację wypłat w wielokryterialnej funkcji celu. Właśnie zakładana przez Nasha zależność między wielokryterialnością funkcji celu, a kształtowaniem konkretnych zachowań jest szczególnie cenna w rozwijanym tu modelu strategii korporacyjnych. Poszczególne cząstkowe kryteria funkcji celu przekładają się na odrębne wymiary przestrzeni gry. Cząstkowe cele, jakie sobie stawiają poszczególni gracze kształtują racjonalność zachowań wszystkich graczy. Jeżeli jedna korporacja zacznie dążyć np. do maksymalizacji tempa zmian technologicznych w określonej dziedzinie, narzuci w ten sposób kolejny wymiar gry wszystkim pozostałym. Jeżeli jedna korporacja zdecyduje się świadomie przerzucić ryzyko systemowe na swoje otoczenie społeczne, inne korporacje prawdopodobnie zdecydują się na coś podobnego itd. Jednocześnie relatywna waga poszczególnych kryteriów cząstkowych jest w teorii Nasha efektem pewnego rozkładu prawdopodobieństwa; gracze kładą różnicowany nacisk na realizację poszczególnych celów cząstkowych w zależności od już odniesionych sukcesów albo porażek w realizacji tych celów. Odzwierciedla to proces długofalowego uczenia się w procesie kształtowania się strategii korporacyjnych.

Zastosowanie samej tylko teorii Nasha do modelowania strategii korporacyjnych nasuwa jednak szereg wątpliwości. Po pierwsze, jak praktycznie interpretować pojęcie dynamicznej równowagi? Czym różni się dynamiczna równowaga od jej braku z punktu widzenia działalności konkretnej korporacji? Kolejna wątpliwość dotyczy procesu kształtowania się przestrzeni gry w interakcji z wielokryterialną funkcją celu. Nash przyjmuje za pewnik, że tak jest. W grach wysoce sformalizowanych, o stosunkowo jasnych regułach, nie wymaga to wyjaśnienia³⁸. Jednakowoż proces kształtowania się strategii korporacyjnych to gra o regułach płynnych, kształtowanych przez

³⁸ Nash stosunkowo często posługiwał się odniesieniami do gry w pokera, natomiast nie rozwijał zastosowań swojej teorii do systemów społecznych.

samych graczy. Proces kształtowania poszczególnych wymiarów przestrzeni gry, w tym proces uczenia się graczy wymaga dodatkowego wyjaśnienia.

Pozostaje kwestia konsekwencji, jakie pociąga za sobą istnienie dynamicznej równowagi w grze oraz możliwy brak takiej równowagi. Co się wtedy dzieje? Dla rozwiania tych wątpliwości przydatne są właśnie dwie pozostałe teorie omówione powyżej: teoria gier o niedoskonałej informacji Johna Harsanyi'ego oraz teoria gier ekstensywnych o niedoskonałej pamięci Reinharda Seltena. Teoria Seltena, podobnie jak poprzedzająca ją teoria Kuhna, dopuszcza istnienie dwóch rodzajów gier: znormalizowanych oraz ekstensywnych. Te pierwsze opierają się na jasnym, jednoznacznym, egzogenicznym zestawie reguł. Te drugie są bardziej płynne, stanowią niejako gry *in potentia*, mogą się normalizować w różnych płaszczyznach oraz w różnych możliwych wariantach. Taką właśnie grą jest w długim okresie kształtowanie się strategii korporacyjnych. Cele częściowe zmieniają się, zmienia się ich relatywna waga, zmieniają się reguły otrzymywania wypłat z gry, czyli prakseologiczne zależności między zastosowanymi środkami, a otrzymanymi efektami.

Mimo tych wszystkich zmian gracze wciąż uczestniczą w grze, której można przypisać społeczną ciągłość. Jest to założenie istotne dla modelowania strategii korporacyjnych. Te ostatnie zawierają w swej funkcji celu dążenie do utrzymania instytucjonalnej ciągłości, jako bardzo istotny cel częściowy. Mogą do tego dążyć nawet za cenę okresowego obniżenia efektywności ekonomicznej. Selten założył, że gra ekstensywna jest długofalowym procesem. W danym konkretnym punkcie czasu i przestrzeni gra ekstensywna dąży do normalizacji, tj. do przekształcenia się w grę znormalizowaną. Taka chwilowa normalizacja gry ekstensywnej jest tzw. grą podrzędną. Teoria Seltena pozwala zatem wpisać w model strategii korporacyjnych element chwilowej adaptacji funkcjonowania korporacji do zmiennego otoczenia. W krótkim okresie ich dążenie do utrzymania własnej ciągłości instytucjonalnej przejawia się chwilową adaptacją, tj. chwilowo skonkretyzowaną, wielokryterialną funkcją celu wraz z zestawem środków dla jej realizacji. Gier podrzędnych może być wiele, również w tym samym momencie, tzn. zróżnicowane jakościowo, znormalizowane gry podrzędne tej samej gry ekstensywnej mogą być rozgrywane równolegle. Tu znowu widać analogię do sformułowanych wcześniej, podstawowych założeń modelu funkcjonowania korporacji. Każda korporacja uczestniczy jednocześnie w rynkach produktowych, w rynku kapitałowym; sama w sobie jest obszarem konfrontacji obiektywnie sprzecznych interesów różnych grup podmiotów z nią związanych, wreszcie uczestniczy w szerszej strukturze społecznej.

Koncepcja gry ekstensywnej opiera się m.in. na pojęciu tzw. drzewa gry, czyli złożonej sekwencji węzłów decyzyjnych, w których gracze dokonują wyborów odnośnie uczestnictwa w kolejnych grach podrzędnych. Teoria Seltena zakłada, że w rzeczywistych grach społecznych najczęściej ma miejsce tzw. niedoskonała pamięć gry, czyli gracze nie są w stanie odtworzyć dokładnie ścieżki, którą przeszli dotychczas wzdłuż drzewa gry. Założenie to, zdaniem autora książki, jest dobrze dopasowane do modelowania strategii korporacyjnych, przy ograniczonej racjonalności

oraz nieuniknionej kolektywności procesów decyzyjnych zachodzących w długim okresie w korporacjach. Twierdzenie Seltena, iż punkt doskonałej równowagi gry ekstensywnej jest zawsze punktem doskonałej równowagi gry podrzędnej – jednak nie każdy punkt doskonałej równowagi gry podrzędnej jest punktem doskonałej równowagi gry ekstensywnej – ma również doniosłe znaczenie dla rozwijanego modelu. W przypadku funkcjonowania korporacji zakładamy, że bieżąca strategia konkretnej korporacji jest mniej lub bardziej zbliżona do chwilowego punktu równowagi gry podrzędnej. Teoria Seltena każe przyjąć, że niezależnie od tego, jak racjonalna i efektywna jest bieżąca strategia, nie jest ona sama przez się uniwersalnym wzorcem, gdyż kryteria racjonalności i efektywności zmieniają się w czasie. Jednocześnie jest teoretycznie możliwe, aby w pewnym okresie strategii korporacyjne dążyły do punktu, który mógłby być punktem równowagi gry ekstensywnej, czyli stanem homeostazy.

Pomiędzy dynamiczną równowagą Nasha a grą ekstensywną Seltena mamy proces normalizacji poszczególnych gier podrzędnych gry ekstensywnej. Chodzi o proces ustalania chwilowych reguł, według których konkretna gra podrzędna ma się toczyć i kształtowania się wielowymiarowej funkcji celu oraz metod działania w strategiach poszczególnych graczy. Solidne podstawy teoretyczne daje tu teoria gier z ograniczoną informacją Johna Harsanyi'ego. Jego teoria pozwala przedstawić proces normalizacji gry jako płynny i dynamiczny, lecz jednocześnie wyraźnie podzielony na fazy: wstępne kształtowanie strategii graczy, następnie ich eksploatacja oraz decyzja o pozostaniu w grze albo o zmianie reguł gry. Teoria Harsanyi'ego pozwala przede wszystkim stosunkowo precyzyjnie ująć kwestie niepewności i ryzyka oraz naśladownictwa bez uciekania się do wyjaśnień natury psychologicznej, pozostając na gruncie czystej obserwacji zachowań.

W jaką zatem grę grają korporacje? Jest to gra ekstensywna w tym sensie, że liczba graczy i reguły gry zmieniają się w czasie³⁹. Racjonalność strategii korporacyjnych powinna być rozpatrywana z punktu widzenia konkretnych gier podrzędnych, w których biorą udział skończone podzbiory podmiotów, gdzie reguły są znane i gdzie może zostać osiągnięty stan doskonałej równowagi, który jednocześnie nie musi być stanem równowagi całej gry ekstensywnej. Długofalowe efekty strategii korporacyjnych należy postrzegać jako długą sekwencję gier podrzędnych. W tym momencie ważne jest powołanie się na teorię Harsanyi'ego: w warunkach niedoskonałej informacji – a wszystkie rzeczywiste rynki posiadają ten atrybut – każda gra jest grą wprowadzającą do kolejnej gry, kształtuje jej reguły i funkcje wypłat.

Jak wyznaczyć granice między kolejnymi grami? Kiedy kończy się jedna gra, a zaczyna następna? Jednej możliwej odpowiedzi dostarcza teoria Nasha: gra kończy się

³⁹ Warto tu poczynić pewne zastrzeżenie związane z definicją Seltena gry ekstensywnej. Jedną z cech takiej gry jest tzw. drzewo gry, będące wizualizacją działań i węzłów decyzyjnych gry. Drzewo takie musi mieć swój „korzeń”, czyli jasno określony punkt zerowy, kiedy gra się zaczęła. W wypadku korporacji i rynku kapitałowego wyznaczenie takiego punktu zerowego jest problematyczne.

wtedy, kiedy zostanie osiągnięty stan dynamicznej równowagi, czyli kiedy strategie graczy zetrą się w pewnym punkcie wielowymiarowej przestrzeni ich czystych preferencji. Druga możliwa odpowiedź opiera się na teorii Harsanyi'ego, która zakłada że jeżeli gracze nie są w stanie zbudować spójnych strategii, to nie da się w osiągnąć w grze punktu równowagi. Gra nie może przynieść żadnego wyniku. Wtedy niektórzy gracze mogą próbować podjąć inne gry, w których byliby w stanie zastosować spójne strategie.

4.4. Formalny model strategii korporacyjnych

Zakłada się, że funkcjonowanie korporacji jest grą ekstensywną Seltena o niedoskonałej pamięci. Gra ta jest normalizowana w danym punkcie czasu i przestrzeni w czterech równowaległych płaszczyznach: gry rynku kapitałowego (CM), gry ładu korporacyjnego (CG), gry rynków produktowych (PM) oraz gry społecznej odpowiedzialności (SE). Każda z nich jest rozgrywana jako chwilowo znormalizowana gra podrzędna tej samej, długofalowej gry ekstensywnej. Gra ekstensywna odbywa się w warunkach niedoskonałej pamięci gry, tzn. żaden z uczestników żadnej z gier nie jest w stanie określić dokładnie sekwencji zdarzeń i zależności przyczynowych, jakie doprowadziły grę do danego punktu. Każda z gier podrzędnych jest grą Harsanyi'ego z niedoskonałą informacją, o zróżnicowanym stopniu kooperacyjności, przy udziale chwilowo skończonego, lecz zmieniającego się w czasie zbioru graczy (Waśniewski 2009⁴⁰). W każdej z gier podrzędnych dowolny gracz (i) stosuje w momencie t strategię $S(i;t)$, w której zbiór zachowań i sposób działania $MA(i;t)$ wiąże się z efektami ich stosowania, czyli z wypłatami z gry, oznaczonymi jako $R(i;t)$ (równanie 1).

$$S(i;t) = [MA(i;t); R(i;t)] \quad (1).$$

$S(i;t)$ jest strategią rzeczywistą w rozumieniu teorii Nasha i w związku z tym należy ją traktować jako kombinację strategii czystych ukierunkowanych na różnego rodzaju cele szczegółowe. Z analitycznego punktu widzenia jest ona zmienną zagregowaną, konstruowaną ze zmiennych szczegółowych. Jednocześnie każda indywidualna strategia $S(i;t)$ wchodzi w interakcję z przestrzenią gry w takim sensie, że strategie poszczególnych graczy wzajemnie się kształtują, dążąc do pewnego stopnia wzajemnego podobieństwa (izomorfii). Wypłaty dowolnego gracza z gry $R(i;t)$ są funkcjonalnie i przyczynowo powiązane z metodami działania $MA(i;t)$. Związek ten jest formalnie wyrażony współczynnikiem $R(i;t)/MA(i;t)$.

Dowolny zbiór strategii S (może to być zbiór strategii tego samego gracza w różnych okresach czasu lub strategii wielu graczy w tym samym okresie czasu) odzna-

⁴⁰ K. Waśniewski, *Dynamic Equilibrium of a Market and Corporate Strategies*, A Game Theoretic Approach (May the 11th, 2009), Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1402570>.

cza się pewnym określonym poziomem niepewności wyrażanym jako zmienność $V(S)$ współczynnika $R(i;t)/MA(i;t)$. Niepewność $V(S)$ jest odwrotnością wewnętrznej spójności strategii graczy według teorii Harsanyi'ego. W danym momencie w każdej z gier podrzędnych modelu istnieje pewna wartość teoretyczna $V^*(S;t)$ będąca krytycznym poziomem niepewności, po przekroczeniu którego strategię graczy stają się wewnętrznie niespójne. Dynamiczna równowaga w grze może wystąpić wtedy, kiedy rzeczywista niepewność $V(S;t)$ w zbiorze strategii stosowanych przez graczy jest poniżej wartości krytycznej $V^*(S;t)$ (równanie 2). Warunek dynamicznej równowagi w grze:

$$V(S;t) < V^*(S;t) \Leftrightarrow V(S;t)/V^*(S;t) < 1^{41} \quad (2)$$

W zależności od tego, czy w danej grze podrzędnej ma miejsce dynamiczna równowaga Nasha czy też nie, zachowania graczy są kształtowane przez różne czynniki. Jeżeli w grze podrzędnej ma miejsce dynamiczna równowaga zgodnie warunkiem podanym powyżej, mechanizm wzajemnej obserwacji i naśladownictwa powoduje, że pojawiają się pewne typowe zbiory zachowań $M^*(x;t)$, gdzie x jest zmienną opisującą typ zachowań. Analogicznie, dla zagregowanych efektów $R(i;t)$ strategii poszczególnych graczy można wyznaczyć wspólną wartość odniesienia $R^*(t)$. Wartość ta może być egzogeniczna albo endogeniczna w stosunku do gry. Dla przykładu, stopa zwrotu z inwestycji w nowe technologie może być odnoszona do stopy zwrotu z inwestycji w nieruchomości (odniesienie egzogeniczne) albo do ustalonego *a priori* kwantyla w rozkładzie faktycznie osiągniętych stóp zwrotu z inwestycji w nowe technologie. Strategie o zagregowanych efektach niższych od wartości odniesienia – $R(i;t) < R^*(t)$ – są nieefektywne i niezadowolające dla graczy, podczas gdy strategie o zagregowanych efektach powyżej poziomu odniesienia – $R(i;t) > R^*(t)$ – można uznać za efektywne i są one zadowolające dla graczy.

W obecności dynamicznej równowagi w każdej z gier podrzędnych w momencie t zbiór uczestników rynku MP można podzielić na dwa podzbiory:

- a) Podzbiór $\{R(i;t) > R^*(t)\}$ uczestników gry, których strategię są nieefektywne i niezadowolające;
- b) Podzbiór $\{R(i;t) < R^*(t)\}$ uczestników gry, których strategię są efektywne i zadowolające.

Uczestnicy gry należący do podzbioru $\{R(i;t) > R^*(t)\}$ mają motywację w kierunku utrzymania bieżących reguł gry w rozumieniu teorii Harsanyi'ego i działają w kierunku utrzymania tychże reguł poprzez powtarzanie wciąż takich samych typowych zachowań $M^*(x1;t)$. Taki relatywny konserwatyzm przyczynia się do stabilności przestrzeni gry i do utrzymywania się dynamicznej równowagi Nasha w tejże przestrzeni. Z kolei uczestnicy gry należący do podzbioru $\{R(i;t) < R^*(t)\}$ mają interes w zmianie reguł i odpowiednio zmieniają swoje zachowania na inny typ $M^*(x2;t)$.

⁴¹ W równaniach modelu zastosowano operatory logiki formalnej. Znak „ \Leftrightarrow ” należy traktować jako operator równoważności, znak „ \Rightarrow ” jako operator implikacji.

Jeżeli w grze podrzędnej nie ma dynamicznej równowagi, wtedy poziom niepewności jest tak wysoki, iż nie da się wyznaczyć wartości referencyjnych $MA^*(x;1)$ oraz $R^*(t)$. Gracze określają swą indywidualną satysfakcję z gry w odniesieniu do zarządzania ryzykiem, nie do wypłat $R(i;t)$ jako takich. Jeżeli chodzi o metody działania $MA(i;t)$, wysoki poziom niepewności wymusza tak częste ich zmiany, że typy $MA^*(x;t)$ nie mają czasu się wykształcić. Warto zauważyć, że względna trwałość dynamicznej równowagi oraz jej braku są kształtowane przez różne procesy. Dynamiczna równowaga może być względnie trwała albo nie, w zależności od wzajemnych proporcji między podzbiorami $\{R(i;t) > R^*(t)\}$ oraz $\{R(i;t) < R^*(t)\}$. Brak dynamicznej równowagi jest natomiast stanem samopowielającym się: wysoka niepewność powoduje niestabilność strategii i ich wewnętrzną niespójność, to z kolei tworzy sytuację jeszcze większej niepewności itd.

Stan każdej z gier podrzędnych modelu – gry rynku kapitałowego (CM), gry ładu korporacyjnego (CG), gry rynków produktowych (PM) oraz gry społecznej odpowiedzialności (SE) – jest wyznaczany w dowolnym momencie przez cztery zmienne: $V(S;t)$, $V^*(S;t)$, $M^*(x;t)$, $R^*(t)$ oraz przez dwa współczynniki $V(S;t)/V^*(S;t)$ oraz $M^*(x;t)/R^*(t)$. Współczynnik $V(S;t)/V^*(S;t)$ określa wewnętrzną spójność strategii zaś $M^*(x;t)/R^*(t)$ określa względną efektywność typowych metod działania. Dla zaistnienia dynamicznej równowagi nie jest konieczny żaden minimalny poziom efektywności $R(i;t)/MA(i;t)$. Dynamiczna równowaga może wykształcić się zarówno w oparciu o strategię wysoce efektywną, jak i wyraźnie nieefektywną.

Strategia dowolnej korporacji jest wypadkowym wynikiem czterech rozgrywanych równocześnie gier podrzędnych: CM, CG, PM oraz SE. Podstawowym atrybutem korporacji, odróżniającym ją od innych typów firm, jest immanentny związek przyczynowy i funkcjonalny między tymi czterema gramami. W związku z tym nadrzędnym celem, w ramach wielokryterialnej funkcji celu każdej korporacji jest utrzymanie instytucjonalnej więzi między tymi czterema gramami. Wiąż ta może funkcjonować w dwóch podstawowych typach sytuacji: w obecności dynamicznej równowagi w grach podrzędnych albo w braku takiej równowagi. W modelu praktycznym odzwierciedleniem dynamicznej równowagi jest pewien określony poziom przewidywalności zdarzeń. Strategia jest subiektywnie racjonalna, kiedy gracz może z zadowalającą dokładnością przewidzieć efekty swoich działań.

Jeżeli w grach podrzędnych modelu występuje dynamiczna równowaga, strategię korporacyjne opierają się na optymalizacji wyników w każdej z tych gier podrzędnych. Jeżeli natomiast przewidywalność efektów działania spada poniżej poziomu krytycznego i nie ma dynamicznej równowagi, strategię korporacyjne skupiają się jedynie na utrzymaniu więzi instytucjonalnej między gramami podrzędnymi – czyli na utrzymaniu ciągłości instytucjonalnej korporacji jako takiej – bez dążenia do optymalizacji efektów. Jest to nieco bardziej sformalizowane ujęcie stanowiska Franka Knight'a (Knight 1921), że cechą wyróżniającą korporację jako typu przedsiębiorstwa jest zdolność do zarządzania ryzykiem oraz do instytucjonalnego powiązania rynku kapitałowego z jednej strony oraz działalności produkcyjnej z drugiej. Na takim za-

łożeniu było już oparte funkcjonowanie pierwszych korporacji, takich jak Kompania Wschodnioindyjska czy też, w początkowym okresie działalności, Bank Anglii. Były one zbiorami stosunkowo wzajemnie autonomicznych przedsięwzięć, a spółka akcyjna jako osoba prawna była raczej pośrednikiem między inwestorami a przedsiębiorcami, a w mniejszym stopniu sformalizowaną organizacją. Ryzyko związane z ich działalnością było tak duże i zróżnicowane, że celem kompanii jako całości była nie tyle optymalizacja wyników, ile podtrzymanie instytucjonalnej ciągłości mechanizmów finansowania (Harris 2005; Hansmann et al. 2006).

Istotne jest określenie, w jaki praktyczny sposób dynamiczna równowaga może się wykształcić albo zaniknąć w konkretnej grze społecznej. Zgodnie z teorią Nasha dynamiczna równowaga jest normalnym stanem gry rozgrywanej według spójnych reguł, zatem dynamiczna równowaga zanika albo w ogóle nie ma szans się wykształcić przy braku takich spójnych reguł. W praktyce spójne reguły gry to jasna dla wszystkich graczy zależność przyczynowa między działaniem a jego efektami: „jeżeli zachowam się w sposób A, to zgodnie z regułami gry możliwe efekty moich działań to A', A'' itd.". Brak spójnych reguł to brak takiej subiektywnie racjonalnej przewidywalności. Ma to miejsce szczególnie wtedy, kiedy jedni gracze mają wyraźnie uprzywilejowaną pozycję wobec pozostałych, tj. kiedy grają według specjalnych reguł. Typowym przykładem takiego uprzywilejowania jest zjawisko zwane *insider trading*, czyli wykorzystanie przez niektórych uczestników rynku kapitałowego informacji poufnych.

W grze rynku kapitałowego CM większość graczy działa zarówno po podażowej, jak i popytowej stronie rynku, tzn. są zarówno inwestorami, jak i biorcami kapitału. Jest to dość oczywiste w przypadku korporacji, jednak mali gracze giełdowi również działają często w ten sposób. Przykładem może być zaciąganie kredytów na kupno akcji. Każdy gracz (i) na rynku kapitałowym rozgrywa w momencie t rzeczywistą strategię $S(i;t)$, której zbiór metod działania $MA(i;t)$ składa się z inwestycji $Iv(i;t)$ oraz zaciągniętych zobowiązań $Lb(i;t)$. Zbiór oczekiwanych wypłat (czyli funkcja celu) $R(i;t)$ to określona stopa zwrotu z inwestycji $IR(i;t)$, z uwzględnieniem szacowanego ryzyka.

Zgodnie z teorią q Tobina (Tobin 1961, 1969; Tobin, Brainard 1968, 1977) zakłada się, że istnieje teoretyczna, nieobserwowalna empirycznie, lecz oczekiwana przez uczestników rynku stopa zwrotu wolna od ryzyka (IR^*). Rzeczywista stopa zwrotu $IR(i;t)$ jest porównywana przez uczestników rynku z wartością odniesienia $IR^*(t)$. W zależności od aktualnej niepewności na rynku oczekują oni określonego zwrotu z kapitału. W warunkach dynamicznej równowagi w grze rynku kapitałowego relacja oczekiwanej rzeczywistej stopy zwrotu do teoretycznej stopy zwrotu wolnej od ryzyka – IR/IR^* – jest równa współczynnikowi q Tobina, obliczanemu jako $q = [(n \cdot p + a - eq)/a]$ (Tobin, Brainard 1968, 1977), gdzie: „ n ” – to liczba akcji firmy w obrocie, „ p ” – to średnia cena akcji, „ a ” – to wartość księgowa aktywów, „ eq ” – to kapitały własne.

W warunkach dynamicznej równowagi rynkowa wartość aktywów firmy wraz z kapitałem dłużnym pozyskanym w oparciu o te aktywa jest wystarczająca do skom-

pensowania ryzyka obserwowalnego dla graczy (teoremat 1). W braku dynamicznej równowagi obserwowalne ryzyko jest tak wysokie (z uwagi na odpowiednio wysoką niepewność), że wartość rynkowa aktywów wraz z możliwym do pozyskania kapitałem dłużnym nie wystarcza do jego skompensowania. Oczekiwana stopa zwrotu IR, z uwzględnieniem szacowanego ryzyka jest wtedy tak wysoka, że żadna rzeczywista inwestycja nie jest w stanie tym oczekiwaniom sprostać. W takiej sytuacji gracze koncentrują się na zarządzaniu ryzykiem poprzez hedging oraz dywersyfikację inwestycji, zamiast maksymalizować stopę zwrotu IR. Efektywność indywidualnych strategii oraz jej wartości odniesienia są wtedy niemożliwe do oszacowania. Gracze dzielą się na dwie grupy: tych, którzy dążą do minimalizacji niepewności i ustalenia jasnych reguł gry z jednej strony oraz tych, którzy starają się eksploatować sytuację niepewności z drugiej strony (teoremat 2).

Teoremat 1.

Gra rynku kapitałowego CM w obecności dynamicznej równowagi Nasha

$$[V(S;t;CM) < V^*(S;t;CM)] \Rightarrow [IR(S;t;CM)/IR^*(S;t;CM)] = [(n^*p + a - eq)/a].$$

$$[V(S;t;CM) < V^*(S;t;CM)] \Rightarrow S(i;t;CM) = \{[lv1(i;t), lv2(i;t), \dots, lvn(i;t); Lb1(i;t), Lb2(i;t), \dots, Lbm(i;t)]; \max IR/IR^*\}.$$

Teoremat 2.

Gra rynku kapitałowego CM w braku dynamicznej równowagi Nasha

$$[V(S;t;CM) > V^*(S;t;CM)] \Rightarrow [IR(S;t;CM)/IR^*(S;t;CM)] > [(n^*p + a - eq)/a].$$

$$[V(S;t;CM) > V^*(S;t;CM)] \Rightarrow S(i;t;CM) = \{[lv1(i;t), lv2(i;t), \dots, lvn(i;t); Lb1(i;t), Lb2(i;t), \dots, Lbm(i;t); \max V(S;t;CM)]\}.$$

albo

$$[V(S;t;CM) > V^*(S;t;CM)] \Rightarrow S(i;t;CM) = \{[lv1(i;t), lv2(i;t), \dots, lvn(i;t); Lb1(i;t), Lb2(i;t), \dots, Lbm(i;t); \min V(S;t;CM)]\}.$$

W grze ładu korporacyjnego CG każdy gracz rozgrywa strategię $S(i;t)$, w której metody działania $MA(i;t)$ obejmują prawo głosu na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy $Pv(i;t)$ ⁴² oraz posiadane informacje $If(i;t)$. Funkcja celu obejmuje z kolei otrzymany strumień gotówki $Cf(i;t)$ oraz korzyści pośrednie $Bn(i;t)$ (chodzi tu m.in. o wpływ na istotne dla korporacji umowy z podmiotami trzecimi czy też o wpływ na ład korporacyjny w spółkach zależnych). W tym miejscu rozszerza się teorię q Tobina przyjmując dwa założenia. Po pierwsze, w obecności dynamicznej równowagi oba elementy funkcji celu – $Cf(i;t)$ oraz $Bn(i;t)$ – mają swoje nieobserwowalne, teoretyczne wartości odniesienia wolne od ryzyka, czyli odpowiednio $Cf^*(t)$ oraz $Bn^*(t)$. Gra-

⁴² Może to być prawo pośrednie, np. w przypadku niektórych wierzycieli spółki.

cze zmierzają do maksymalizacji współczynników: $Cf(i;t)/Cf^*(t)$ oraz $Bn(i;t)/Bn^*(t)$. Po drugie, w obecności dynamicznej równowagi suma wypłat gotówkowych $Cf(i;t)$ oraz korzyści pośrednich $Bn(i;t)$ może być oszacowana jako łączna stopa zwrotu z kapitału (IR), a wartości referencyjne wolne od ryzyka – $Cf^*(t)$ oraz $Bn^*(t)$ – sumują się do teoretycznej, nieobserwowalnej w praktyce stopy zwrotu wolnej od ryzyka IR^* . W konsekwencji suma $Cf(i;t)$ oraz $Bn(i;t)$ może być oszacowana jako IR/IR^* , czyli za pomocą współczynnika q Tobina (teoremat 3).

Jeżeli w grze ładu korporacyjnego CG nie ma dynamicznej równowagi, nie da się wyznaczyć wolnych od ryzyka wartości referencyjnych dla $Cf(i;t)$ oraz $Bn(i;t)$. Tak, jak w grze rynku kapitałowego CM gracze dzielą się wtedy na dwie grupy: tych, którzy dążą do minimalizacji niepewności i ustalenia jasnych reguł gry z jednej strony oraz tych, którzy starają się eksploatować sytuację niepewności z drugiej (teoremat 4).

Teoremat 3.

Gra ładu korporacyjnego CG z dynamiczną równowagą Nasha

$$[V(S;t;CG) < V^*(S;t;CG)] \Rightarrow S(i;t;CG) = \{Pv(i;t), If(i;t); \max[Cf(i;t)/C^*(i;t)]; \max[Bn(i;t)/Bn^*(i;t)]\}.$$

oraz

$$[V(S;t;CG) < V^*(S;t;CG)] \Rightarrow \{\max[Cf(i;t)/C^*(i;t)]; \max[Bn(i;t)/Bn^*(i;t)]\} = [IR(S;t;CM)/IR^*(S;t;CM)] = [(n^*p + a - eq)/a].$$

Teoremat 4.

Gra ładu korporacyjnego CG w braku dynamicznej równowagi Nasha

$$[V(S;t;CG) > V^*(S;t;CG)] \Rightarrow S(i;t;CG) = \{Pv(i;t), If(i;t); [Cf(i;t)/C^*(i;t)]; \max V(S;t;CG)\}.$$

albo

$$[V(S;t;CG) > V^*(S;t;CG)] \Rightarrow S(i;t;CG) = \{Pv(i;t), If(i;t); [Cf(i;t)/C^*(i;t)]; \min V(S;t;CG)\}.$$

W zależności od istnienia bądź nie dynamicznej równowagi gra ładu korporacyjnego CG pozostaje w zróżnicowanych zależnościach wobec gry rynku kapitałowego CM. Jeżeli w obu grach dochodzi do dynamicznej równowagi, to w obu graczach skłaniają się ku strategiom ukierunkowanym na maksymalizację stopy zwrotu z inwestycji. Gra ładu korporacyjnego jest wtedy jedynie przedłużeniem gry rynku kapitałowego wewnątrz organizacji. Prawo głosu w spółce oraz posiadane informacje służą graczom do maksymalizacji stopy zwrotu z inwestycji dokonanych na rynku kapitałowym. Jeżeli jednak w którejkolwiek z tych gier nie ma dynamicznej równowagi, każda z nich jest rozgrywana według odrębnych reguł, tzn. cele i metody stosowane w grze ładu korporacyjnego nie są zbieżne z tymi stosowanymi w grze rynku kapitałowego CM. Dla gry ładu korporacyjnego oznacza to raczej rozgrywanie relacji władzy i wpływu niż racjonalne dążenie do maksymalizacji zwrotu z inwestycji.

Gra rynków produktowych PM obejmuje wszystkie działania operacyjne, inwestycyjne i finansowe korporacji w związku z prowadzonymi biznesami. Zakłada się, że działania te są efektem kolektywnego procesu decyzyjnego zachodzącego w ramach gry ładu korporacyjnego CG. W grze rynków produktowych PM, w odróżnieniu od gry rynku kapitałowego CM oraz gry ładu korporacyjnego CG graczami są same korporacje⁴³.

W ich indywidualnych strategiach funkcja celu $R(i;t)$ jest złożona z czterech kryteriów cząstkowych: skali działalności $AS(i;t)$, rentowności $PR(i;t)$, krótkookresowej akumulacji kapitału $SCA(i;t)$ oraz długookresowej zdolności do akumulacji kapitału $LCA(i;t)$. W celu osiągnięcia zamierzonych celów korporacje stosują dwojaki rodzaj metody działania: a) przedsięwzięcia związane z inwestycjami w specyficzne technologie i zasoby⁴⁴ $tech(i;t)$ oraz b) inwestycje w niespecyficzne aktywa finansowe $fa(i;t)$. Zakłada się, że inwestycje $fa(i;t)$ są czynione w celu skompensowania ryzyka związanego z inwestycjami $tech(i;t)$. Metody działania są tylko dwojakiego rodzaju, lecz wielorakie w praktyce: każda korporacja może prowadzić równolegle wiele przedsięwzięć z każdego z dwóch typów. W obecności dynamicznej równowagi poszczególne kryteria funkcji celu $R(i;t)$ są powiązane przyczynowo: skala działalności $AS(i;t)$ oraz rentowność $PR(i;t)$ są podstawą do krótkookresowej akumulacji kapitału $SCA(i;t)$, która jest chwilowym przejawem długookresowej zdolności do akumulacji kapitału $LCA(i;t)$. Ta ostatnia daje w efekcie akcjonariuszom korporacji stopę zwrotu z inwestycji oczekiwaną z uwzględnieniem obserwowalnego ryzyka, szacowaną za pomocą współczynnika q Tobina, jak w grze rynku kapitałowego. Jeżeli zachodzi taka przyczynowość wówczas metody działania korporacji składają się głównie z przedsięwzięć typu $tech(i;t)$, w znikomym stopniu z tych z rodzaju $fa(i;t)$, jako że właśnie maksymalizacja inwestycji w racjonalne przedsięwzięcia typu $tech(i;t)$ daje maksymalizację efektów $R(i;t)$ (teoremat 5).

Teoremat 5.

Gra rynków produktowych PM w obecności dynamicznej równowagi Nasha

$$[V(S;t;PM) < V^*(S;t;PM)] \Rightarrow S(i;t;PM) = \{ \max[tech1(i;t), tech2(i;t), \dots, techO(i;t)]; \\ [fa1(i;t), fa2(i;t), \dots, faP(i;t)]; \max[AS(i;t); PR(i;t); SCA(i;t); LCA(i;t)] \}.$$

oraz

$$[V(S;t;PM) < V^*(S;t;PM)] \Rightarrow [\max AS(i;t) \Rightarrow \max PR(i;t) \Rightarrow \max SCA(i;t) \Rightarrow \\ \max LCA(i;t)].$$

oraz

$$[V(S;t;PM) < V^*(S;t;PM)] \Rightarrow \{ [\max LCA(i;t)] = \max[(n^*p + a - eq)/a] \}.$$

⁴³ W tej pierwszej poza korporacjami graczami są także inwestorzy, w tej drugiej są nimi wszyscy interesariusze korporacji.

⁴⁴ Określenie „specyficzne” jest tu stosowane w sensie przyjętym w teorii kosztów transakcyjnych O. Williamsona. Specyficzne technologie i zasoby to takie, które są niedoskonałe płynne i związane z działalnością operacyjną przedsiębiorstwa.

W braku dynamicznej równowagi w grze rynków produktowych PM ryzyko związane z przedsięwzięciami typu $tech(i;t)$ jest tak duże, że projekty te pozostają nie-doinwestowane, zaś stosunkowo duża część kapitału korporacji jest inwestowana w przedsięwzięcia typu $fa(i;t)$. Między poszczególnymi kryteriami funkcji celu nie ma wtedy jasnych zależności przyczynowych. W szczególności akumulacja kapitału może być niezależna od skali działalności oraz rentowności (teoremat 6).

Teoremat 6.

Gra rynków produktowych PM bez dynamicznej równowagi Nasha

$$[V(S;t;PM) > V^*(S;t;PM)] \Rightarrow S(i;t;PM) = \{[tech1(i;t), tech2(i;t), ..., techO(i;t)]; max[fa1(i;t), fa2(i;t), ..., fap(i;t)]; max[AS(i;t); PR(i;t); SCA(i;t); LCA(i;t)]\}.$$

Gra społecznej odpowiedzialności korporacji SR obejmuje wszystkie te relacje korporacji z otoczeniem społecznym, które nie są konsumowane przez pozostałe trzy gry. W szczególności chodzi tu o efekty zewnętrzne oraz ryzyko systemowe. Graczami są tu zarówno korporacje, jak i ich partnerzy społeczni: instytucje publiczne, organizacje pozarządowe, wspólnoty lokalne itp. Każdy z graczy stosuje wysoce zindywidualizowane metody działania $MA(i;t)$, zaś funkcja celu obejmuje transfer efektów własnej działalności na zewnątrz ($ExO(i;t)$) oraz absorpcję efektów zewnętrznych z otoczenia ($ExIn(i;t)$). W obecności dynamicznej równowagi Nasha gracze zmierzają do stanu chwilowej homeostazy, bilansując emisję i absorpcję efektów zewnętrznych (teoremat 7).

Teoremat 7.

Gra społecznej odpowiedzialności SR w obecności dynamicznej równowagi Nasha

$$[V(S;t;SE) < V^*(S;t;SE)] \Rightarrow S(i;t;SE) = \{MA(i;t); [ExO(i;t) = ExIn(i;t)]\}.$$

W braku dynamicznej równowagi, gracze mają skłonność do względnej izolacji, co znajduje odzwierciedlenie w maksymalizacji emisji efektów zewnętrznych do otoczenia, kosztem absorpcji z otoczenia (teoremat 8).

Teoremat 8.

Gra społecznej odpowiedzialności SR w braku dynamicznej równowagi Nasha

$$[V(S;t;SE) > V^*(S;t;SE)] \Rightarrow S(i;t;SE) = \{MA(i;t); max[ExO(i;t)/ExIn(i;t)]\}.$$

W każdej z czterech gier (CM, CG, PM, SR) następują po sobie kolejne fazy stabilności oraz zmian strukturalnych. W warunkach przedłużającej się homeostazy bądź to kształtują się struktury dominacji jednych graczy nad innymi, bądź przeciwnie, dochodzi do doskonałej informacji i zrównania efektów osiąganym przez wszystkich graczy. Obydwa sytuacje powodują, że znacząca część uczestników rynku nie

jest w stanie rozgrywać efektywnych, zadowalających strategii. Rozwija się w ten sposób podzbiór $\{R(i;t) < R^*(t)\}$. Kiedy jego wpływ na funkcjonowanie rynku przekracza pewien poziom krytyczny, strategie uczestników gry zmieniają się radykalnie i następuje strukturalna zmiana. W miarę, jak zmiana ta rozwija się, coraz większa część uczestników gry przystosowuje się do nowych warunków i tworzy efektywne, zadowalające strategie. W miarę, jak owa adaptacja postępuje, rozwija się i nabiera znaczenia podzbiór $\{R(i;t) > R^*(t)\}$, który od pewnego momentu wymusza strukturalną stabilność i kształtuje dynamiczną równowagę Nasha.

Zarówno utrzymanie stanu homeostazy rynkowej, jak i strukturalna zmiana są zawsze efektem działania pewnej części uczestników gry podrzędnej, nigdy wszystkich. Istotne jest, jak dalece podział zbioru MP uczestników rynku na podzbiory $\{R(i;t) < R^*(t)\}$ oraz $\{R(i;t) > R^*(t)\}$ jest sztywny w miarę przechodzenia do kolejnych gier podrzędnych Seltena, a w jakim stopniu przejścia między grami zmieniają ten podział.

Jeżeli podział ten jest zmienny w czasie i płynny, wtedy w miarę, jak reguły gry zmieniają się i następują przejścia między kolejnymi grami podrzędnymi Seltena, ma miejsce również fluktuacja uczestników gry ekstensywnej między podzbiorymi $\{R(i;t) < R^*(t)\}$ oraz $\{R(i;t) > R^*(t)\}$.

Jeżeli natomiast podział jest stosunkowo sztywny w czasie, w miarę przechodzenia do kolejnych gier podrzędnych, gra ekstensywna jest silnie naznaczona histerezą. Jeżeli dany uczestnik gry raz znajdzie się w podzbiory $\{R(i;t) < R^*(t)\}$, może być skazany na pozostanie tam przez kolejne gry podrzędne i przejście między grami, mimo okazji do zmiany reguł gry, nie pozwala mu na wykształcenie efektywnej strategii. Wówczas niezależnie od uwarunkowań otoczenia pewna grupa uczestników gry ciągle należy do podzbiory $\{R(i;t) < R^*(t)\}$ i uczestnicy ci zawsze będą naciskać na zmianę reguł gry. W konsekwencji taka strukturalnie sztywna gra jest zarazem strukturalnie nieefektywna i chronicznie strukturalnie niestabilna⁴⁵.

Każdy z obszarów występowania dynamicznej równowagi może być nacechowany mniejszą lub większą strukturalną sztywnością. W efekcie otrzymujemy macierz strategiczną, którą pokazuje tabela 24 (na s. 164–165). Macierz ta wyjaśnia, za pomocą tego samego modelowego aparatu pojęciowego zaczerpniętego z teorii gier, cztery główne obszary kształtowania się strategii korporacyjnych: ład korporacyjny, funkcjonowanie rynku kapitałowego, funkcjonowanie rynków produktowych i zaopatrzenia oraz relacje z szerszym otoczeniem społecznym. Każdy z tych obszarów jest szczegółowo scharakteryzowany dalej.

⁴⁵ Można tu wysunąć zastrzeżenie, jak gra może być jednocześnie strukturalnie sztywna i strukturalnie niestabilna. Można to wyjaśnić przez analogię do gry w pokera, którą to analogię stosował często John Nash. Jeżeli jest tak, że w populacji graczy jest jeden albo kilku takich, którzy wyraźnie dominują nad pozostałymi i ciągle wygrywają, wtedy kolejne partie są szybko rozstrzygane, grono graczy przy stolikach szybko się zmienia i mamy do czynienia ze strukturalną niestabilnością. Jednocześnie wynik każdej kolejnej partii jest stosunkowo łatwy do przewidzenia, podobnie jak jej przebieg, co jest wyrazem strukturalnej sztywności przestrzeni gry.

Tabela 24. Mapa strategii korporacyjnej

	Dynamiczna równowaga		Strukturalna sztywność		Miejsce korporacji lub jej interesariuszy	
	Gra jest w stanie dynamicznej równowagi	Gra jest w stanie przejścia między stanami dynamicznej równowagi	Gra jest strukturalnie sztywna	Gra jest strukturalnie płynna	Podzbiór $\{R(i;t) > R^*(t)\}$	Podzbiór $\{R(i;t) < R^*(t)\}$
Ład korporacyjny	W obszarze ładu korporacyjnego panuje chwilowa homeostaza, z wyraźnie zarysowanym obszarem kompromisu. Konflikty interesów są mało znaczące i nie wpływają w istotny sposób na zachowania korporacji jako całości.	W obszarze ładu korporacyjnego brak homeostazy, w zachowaniach interesariuszy dominuje dążenie do zmiany. Interesariusze przekształcają swoje strategie, nie ma wyraźnego obszaru kompromisu.	Interesariusze korporacji dzielą się na dwie grupy o stosunkowo stabilnym składzie: tych, którzy zagarniają rentę ekonomiczną oraz tych, których kosztem zagarnięcie się odbywa.	Miejsce każdego interesariusza w podziale renty ekonomicznej jest płynne i zmienne w czasie, uzależnione od skuteczności budowanych przez niego strategii.	Większość interesariuszy nie uzyskuje oczekiwanych efektów ekonomicznych.	Większość interesariuszy osiąga oczekiwane efekty ekonomiczne.
Rynek kapitałowy	Rynek kapitałowy jest w stanie chwilowej homeostazy. Istnieje wyraźny zbiór zasad, wokół których budowane są strategie uczestników rynku kapitałowego. Funkcjonowanie rynku kapitałowego jest stosunkowo przewidywalne.	Brak strukturalnej homeostazy. Brak jasno określonego zbioru zasad, według których uczestnicy rynku kapitałowego powinni budować swoje strategie. Rynek kapitałowy jest mało przewidywalny.	Sztywny podział populacji uczestników rynku kapitałowego na tych o skutecznych strategiach oraz tych o nieskutecznych.	Uczestnicy rynku kapitałowego rozgrywają strategie o zmiennej skuteczności, brak sztywnego podziału na „wygranych” i „przegranych”	Korporacja uzyskuje stosunkowo wysoki zwrot z kapitału w długim okresie.	Korporacja uzyskuje stosunkowo słaby zwrot z kapitału w długim okresie.

Rynek produkcyjny/zaopatrzeniowy A	Ma miejsce chwilowa homeostaza, którą można interpretować jako chwilowy stan konkurencji monopolistycznej według Chamberlina. Istnieją stosunkowo jasne zasady budowania skutecznych strategii marketingowych i zaopatrzeniowych.	Rynek jest w stanie przejścia między stanami konkurencji monopolistycznej. Może to przybierać formy dominacyjne (monopol, oligopol) albo formę bliską konkurencji doskonałej, ze zróżnicowaniem produktowym bliskim optymalnego nasycenia według teorii Dixita–Stiglitz.	Rynek wyrażnie i dość sztywno dzieli się na firmy o zadowalającej efektywności ekonomicznej działalności operacyjnej oraz te o niezadowalającej efektywności ekonomicznej w prowadzonych biznesach.	Efektywność ekonomiczna działalności operacyjnej firm jest płynna i hierarchia firm pod tym względem ciągle się zmienia.	Korporacja stosuje skuteczne strategie z punktu widzenia efektywności ekonomicznej w działalności operacyjnej.	Korporacja nie osiąga zadowalających efektów ekonomicznych w działalności operacyjnej.
Szersze otoczenie społeczne korporacji	W kwestiach kluczowych dla korporacji istnieje stan chwilowej społecznej dynamicznej równowagi, tj. istnieje wyraźny zbiór zasad, według których korporacja powinna budować swe relacje z otoczeniem społecznym.	Brak jest wyraźnych zasad budowania relacji korporacji z otoczeniem społecznym.	W otoczeniu społecznym korporacji istnieje stosunkowo sztywny podział na „zwycięzców” i „wykluczonych”.	W otoczeniu społecznym korporacji struktury społeczne są wewnętrznie ruchliwe, wiadać wyraźnie działające mechanizmy awansu społecznego albo degradacji.	Korporacja tworzy i stosuje skuteczne strategie rozwiązywania konfliktów z otoczeniem społecznym oraz radzenia sobie z zewnętrznym ryzykiem systemowym.	Korporacja nie potrafi zbudować skutecznych strategii współpracy z otoczeniem społecznym oraz redukcji zewnętrznego ryzyka systemowego.

Źródło: opracowanie własne.

Ład korporacyjny to zbiór instytucji, z których każda składa się z określonej normy postępowania oraz z zachowań osób objętych jej zakresem podmiotowym. Zachowania takie dzielą się na trzy główne typy: a) legalistyczne (przestrzegam normy dlatego, że jest normą powszechnie obowiązującą) b) konformistyczne (przestrzegam normy, dlatego że inni tak robią i tak wypada) oraz c) instrumentalne (nie przestrzegam normy albo przestrzegam jej tylko wtedy, kiedy jest to dla mnie użyteczne). W zależności od tego, który typ zachowań dominuje wśród adresatów danego zbioru

norm, instytucja jest mniej lub bardziej spójna wewnętrznie, a przez to funkcjonuje w sposób mniej lub bardziej sprawny. Dominacja zachowań legalistycznych daje instytucji maksymalną możliwą spójność i sprawność działania. Norma znajduje dokładne odzwierciedlenie w zachowaniach większości podmiotów, a każda zmiana treści normy powoduje odpowiednią zmianę tych zachowań. Przewaga zachowań konformistycznych daje instytucji pewną spójność, jednak spójność ta uzależniona jest od trudno przewidywalnych czynników zewnętrznych. Osoby objęte zakresem podmiotowym normy stosują się do niej na zasadzie wzajemnego naśladownictwa. Naśladownictwo takie może z czasem wypaczać treść normy⁴⁶, a kiedy część jej adresatów zacznie zachowywać się inaczej, mechanizm konformizmu może modyfikować ludzkie zachowania w sposób trudny do przewidzenia. Instytucje zdominowane przez konformizm są co najwyżej średnio sprawne. Kiedy wreszcie norma funkcjonuje w kontekście zachowań zdominowanych przez instrumentalizm, instytucja staje się wewnętrznie niespójna i niesprawna. Adresaci normy stają się nieprzewidywalni w swoich działaniach.

Ład korporacyjny moderuje konflikty interesów różnych podmiotów, których strategię zmierzają do maksymalizacji korzyści ekonomicznych czerpanych z przepływów pieniężnych między korporacją i jej otoczeniem oraz z transakcji na rynku kapitałowym. Im większe łączne korzyści, tym skuteczniejsza strategia danego podmiotu. Ład korporacyjny jako gra jest w stanie dynamicznej równowagi wtedy, kiedy składa się z instytucji wewnętrznie spójnych. Normy będące podstawą instytucji stanowią wtedy stosunkowo stabilne wymiary wielowymiarowej przestrzeni gry według Nasha. Normy zawarte w przepisach prawa, kodeksach dobrych praktyk oraz w dokumentach stworzonych na ich podstawie (np. statutach lub regulaminach) stanowią wtedy zbiór zasad budowania skutecznej strategii uzyskania należnych korzyści ekonomicznych przez poszczególnych interesariuszy. Jeżeli np. w kodeksie dobrych praktyk korporacyjnych zawarta jest zasada, że połowę składu członków rady nadzorczej powinni stanowić członkowie niezależni, to w momencie gdy ten warunek jest spełniony, akcjonariusz bądź wierzyciel spółki powinien mieć uzasadnione przekonanie, że jego interesy będą lepiej zabezpieczone, niż gdyby skład rady nadzorczej odbiegał od tej zasady.

Jak łatwo zauważyć, taka dynamiczna równowaga ma miejsce wtedy, kiedy wśród adresatów norm składających się na instytucję ładu korporacyjnego dominują zachowania legalistyczne, z mniej lub bardziej zauważalnym konformizmem i z marginalną obecnością zachowań instrumentalnych. Mamy wtedy do czynienia ze swego rodzaju sprzężeniem zwrotnym: normy są przestrzegane, bo ich przestrzeganie daje korzyści większości ich adresatów, a korzyści te zaistnieją wtedy, kiedy większość adresatów norm przestrzega ich. Sprzężenie to funkcjonuje wtedy, kiedy

⁴⁶ Typowym przykładem takiego wypaczenia jest potoczne przekonanie, że umowa jest ważna tylko wtedy, kiedy zostanie spisana. Tymczasem jedna z podstawowych zasad prawa cywilnego stanowi, że umowa ustna jest tak samo ważna, z wyjątkami dokładnie określonymi w przepisach prawa.

większość interesariuszy osiąga zadowalające dla nich efekty w swoich strategiach gry oraz kiedy gra jest strukturalnie płynna, tj. kiedy istnieje racjonalny związek przyczynowy, między zachowaniami (sposobami działania), a uzyskanymi efektami. Związek ten powoduje, że zachowania optymalne dają stosunkowo wysokie korzyści ekonomiczne, zaś zmiana ich na zachowania nieoptymalne daje możliwe do przewidzenia zmniejszenia tychże korzyści.

Kiedy mowa o korzyściach interesariuszy oraz o ewentualnych przywilejach, trzeba mieć na względzie wielorakość owych korzyści. Posiadacz obligacji wyemitowanych przez korporację ma oczywiście prawo do odsetek w stałej wysokości, czyli do uczestnictwa w podziale strumienia gotówki. Jednakowoż obligacje mogą być zamienne na akcje po upływie określonego czasu, ich posiadanie może rodzić podstawy do różnorakich roszczeń wobec firmy i jej majątku, wreszcie obligacje można sprzedać z zyskiem na rynku wtórnym. Korzyści osiąmane przez interesariuszy korporacji mają postać zróżnicowanej wiązki kontraktów, niektórych jednoznacznych i obarczonych niewielkimi kosztami transakcyjnymi, innych bardziej ambiwalentnych i związanych z dużymi kosztami transakcyjnymi.

Instytucje ładu korporacyjnego służą odpowiedniej moderacji konfliktów interesów wewnątrz korporacji. Sprawne i spójne instytucje to sprawne i przewidywalne rozstrzygnięcie tych konfliktów w racjonalny, powszechnie akceptowany sposób, co w efekcie daje stosunkowo **przewidywalne i racjonalne procesy budowania strategii korporacyjnych**. Jest to możliwe wtedy, kiedy ład korporacyjny jako gra jest w stanie dynamicznej równowagi Nasha. Równowaga taka jest stosunkowo trwała wtedy, kiedy jednocześnie spełnione są dwa warunki: większość interesariuszy korporacji osiąga zadowalające efekty ekonomiczne swych strategii oraz gra jest strukturalnie płynna, tj. zmiana zachowań powoduje racjonalnie przewidywalną zmianę efektów ekonomicznych stosowanych strategii. Jest to stan optymalny.

Jeżeli gra usztywni się strukturalnie, wtedy zmiana zachowań interesariusza nie pociąga za sobą racjonalnie przewidywalnej zmiany efektów ekonomicznych jego strategii. O skuteczności jego strategii decyduje miejsce w strukturze, a nie optymalność zachowań. Dzieje się tak np. wtedy, kiedy duzi akcjonariusze wyraźnie zagarniają część korzyści należnych małym akcjonariuszom albo kiedy kadra menedżerska korporacji posiada wyjątkowo dużą dyskrecyjną władzę wynikającą z przewagi informacyjnej. Dynamiczna równowaga może tu zaistnieć, lecz będzie stosunkowo nietrwała, a przewidywalność i racjonalność procesu budowania strategii korporacyjnej zależeć będzie od trwałości hierarchicznej struktury dzielącej interesariuszy. Jednocześnie **strategie korporacyjne w takiej sytuacji będą przede wszystkim dążyć do konserwacji istniejącej struktury przywilejów wśród interesariuszy**. Załamanie struktury (np. wycofanie się jednego dużego akcjonariusza albo szybka zmiana całego zarządu) może zdeintegrować mechanizmy decyzyjne korporacji.

Utrzymanie strukturalnej płynności gry – czyli racjonalnego ekonomicznie związku przyczynowego między zachowaniami, a ich efektami ekonomicznymi – przy jednoczesnym pogorszeniu efektów ekonomicznych osiągniętych przez większość in-

interesariuszy powoduje zmianę reguł gry zgodnie z teorią Harsanyi'ego. Jeden stan dynamicznej równowagi rozpada się i zaczyna kształtować się kolejny stan dynamicznej równowagi. Dzieje się tak np. w korporacjach będących w stanie chwilowej zapaści finansowej. Pogorszenie wyników ekonomicznych powoduje zmniejszenie całkowitego strumienia korzyści do podziału między interesariuszy. Mogą oni żądać zmiany reguł gry, np. zmiany zasad funkcjonowania rady nadzorczej. Jeżeli w korporacji nie ma jednocześnie sztywnej struktury uniemożliwiającej części interesariuszy wywierania wpływu na ład korporacyjny, wtedy jeden zbiór instytucji ładu korporacyjnego jest zmieniany na inny. Następuje przejście od racjonalnego i przewidywalnego procesu budowania strategii korporacyjnej, poprzez chwilowe załamanie i chaos decyzyjny, do kolejnej racjonalnej jego postaci. W owym przejściowym stanie chaosu decyzyjnego mogą pojawić się **strategie korporacyjne przesadnie nacechowane owczym pędem (np. nieuzasadniona ekonomicznie ekspansja przy dużym ryzyku) albo przeciwnie, paniką (konserwatyzm i zaniechanie szans biznesowych)**.

Jeżeli w warunkach strukturalnie sztywnej gry – czyli ładu korporacyjnego dającego trwałe przywileje jednym interesariuszom kosztem innych – nastąpi znaczące pogorszenie efektów ekonomicznych osiąganych przez większość interesariuszy, wtedy ład korporacyjny i procesy budowania strategii korporacyjnej wchodzi w strukturalny kryzys. Jedna dynamiczna równowaga się załamała, ale nie ma mechanizmów zbudowania kolejnej. Dzieje się tak np. w korporacjach ewidentnie zdominowanych przez jednego dużego akcjonariusza albo przez przesadnie wpływowych menedżerów, kiedy narzucana przez nich strategia korporacyjna przestaje przynosić efekty. Podobne zjawisko ma miejsce wtedy, kiedy przy słabych efektach ekonomicznych osiąganych przez większość interesariuszy nastąpi strukturalne usztywnienie gry i dojdzie do zagarniania renty ekonomicznej przez część z nich. Przykładem takiej sytuacji może być przejęcie firmy będącej w tarapatach finansowych, w drodze tzw. LMBO (Leveraged Management Buy Out) przez grupę menedżerów, którzy chcą zagarnąć przesadnie duży strumień korzyści np. kosztem wierzycieli. Wobec braku jasných mechanizmów decyzyjnych **strategie takiej korporacji będą zmierzały do minimalizacji ryzyka i jego dywersyfikacji, kosztem długofalowego rozwoju innowacyjnych biznesów**.

Zróźnicowanie i wielorakość korzyści ekonomicznych, jakie mogą zdobywać interesariusze korporacji powoduje, że korzyści te mają skłonność do akumulacji i wzajemnego wzmacniania się. Posłużmy się przykładem akcjonariuszy w celu wyjaśnienia tego mechanizmu. Mali akcjonariusze, o niewielkiej liczbie głosów na walnym zgromadzeniu, mogą liczyć jedynie na trzy rodzaje profitów: dywidendę, sprzedaż akcji z zyskiem na rynku wtórnym, odsprzedaż akcji z zyskiem spółce, kiedy ta przeprowadza skup i umorzenie. Dokładne rozmiary tych korzyści są określane przez czynniki będące poza wpływem drobnego akcjonariusza. To duzi akcjonariusze decydują swymi głosami o wysokości dywidendy oraz o warunkach skupu akcji, zaś rynek kapitałowy jako całość wyznacza kurs akcji w obrocie wtórnym. W miarę jednak, jak bierzemy pod uwagę coraz większych akcjonariuszy, większego znaczenia nabiera ich

wpływ na zarządzanie spółką. Wpływ ten przekłada się na możliwość zawierania szeregu kontraktów wtórnych w stosunku do akcjonariatu, na przewagę informacyjną wynikającą np. z wpływu na wybór członków władz spółki. Przewaga informacyjna daje z kolei uprzywilejowaną pozycję w zawieraniu kolejnych kontraktów itp. Od momentu, kiedy niewielka grupa podmiotów (akcjonariuszy, wierzycieli, menedżerów itp.) raz zdobędzie pozycję dominującą w jakimś obszarze ładu korporacyjnego, dominacja ta prawdopodobnie będzie się pogłębiać. Przekłada się to na usztywnienie struktury gry zgodnie z założeniami modelu, tzn. powoduje, że zależność między działaniami podejmowanymi przez interesariuszy, a efektami ich strategii będzie różna w zależności od już zakumulowanych przywilejów i przewag. W obszarze ładu korporacyjnego grą sztywną strukturalnie jest zatem sytuacja wyraźnej, faktycznej dominacji niektórych interesariuszy z punktu widzenia realnej władzy w spółce. Grą płynną strukturalnie będzie z kolei ład korporacyjny bez znamion wyraźnej dominacji niektórych podmiotów. Obserwacja działalności korporacji wskazuje, że stan takiego relatywnie zrównoważonego wpływu różnych interesariuszy na sprawy spółki jest w gruncie rzeczy dość rzadki. Zjawiska dominacji mniejszości nad większością są raczej regułą, niż wyjątkiem.

Ład korporacyjny ma zatem naturalną skłonność do przekształcania się z gry płynnej strukturalnie w grę o coraz bardziej sztywnej strukturze redystrybucji renty ekonomicznej. Jednocześnie zjawisko akumulacji korzyści wokół raz zdobytej pozycji dominującej powoduje, że w nieuchronny sposób powiększa się podzbiór interesariuszy nie osiągających zadowalających efektów swych strategii. Ważną rolę odgrywają tu normy ładu korporacyjnego: na jednych rynkach kapitałowych dominacja jednych interesariuszy nad innymi jest przez te normy istotnie ograniczana, a na innych nie. Racjonalne instytucje ładu korporacyjnego przyczyniają się zatem nie tylko do ochrony interesów słabszych, lecz także do racjonalnego budowania strategii korporacyjnych.

Dynamiczna równowaga gry Nasha w obszarze ładu korporacyjnego jest *de facto* stanem nietrwałym i raczej wyjątkowym. Nawet jeżeli występuje przez jakiś czas, jest niejako skazana na zniknięcie. Ład korporacyjny konkretnej spółki nie tyle pasuje do jednego konkretnego typowego stanu gry Nasha, ile raczej przechodzi przez pewien cykl. Po to, aby zapewnić swym interesariuszom zadowalający strumień korzyści ekonomicznych do podziału, korporacja musi przynajmniej przez jakiś czas budować swe strategię w stosunkowo racjonalny sposób. W celu osiągnięcia chociażby zauważalnej pozycji na rynku kapitałowym oraz na rynkach produktowych ład korporacyjny konkretnej firmy musi przyjąć postać dynamicznej równowagi Nasha. Kiedy jednak pierwsze owoce takiej udanej ekspansji są konsumowane, wśród interesariuszy pojawiają się zjawiska akumulacji korzyści i dominacji. To usztywnia strukturalnie grę i w coraz większym stopniu wiąże dynamiczną równowagę z homeostazą wewnątrz pewnej struktury władzy i wpływów wewnątrz korporacji, jednocześnie stwarzając stopniowo coraz silniejszą presję na zmianę reguł gry ze strony interesariuszy uważających się za pokrzywdzonych.

Strategie korporacji stają się wyraźniej zorientowane na korzyści dla pewnej grupy interesariuszy, kosztem rozwoju operacyjnego biznesu oraz kosztem pozostałych interesariuszy. **Strategie te stają się w pewnym sensie autarkiczne tzn. są zorientowane raczej na wnętrze korporacji i minimalizację oraz dywersyfikację ryzyka, a także stają się strategiami coraz bardziej finansowymi i coraz mniej w nich operacyjnego rozwoju biznesu.**

W stanie takiego strukturalnego usztywnienia możliwe są różne dalsze scenariusze wydarzeń. Jeżeli dominacja jednych interesariuszy kosztem innych będzie postępować i jeżeli gra Nasha w obszarze ładu korporacyjnego będzie miała coraz sztywniejszą strukturę redystrybucji korzyści, strategie korporacyjne z czasem stają się dysfunkcyjne, tzn. nie przynoszą żadnego realnego strumienia korzyści ekonomicznych do podziału. Korporacje są organizacjami o dużej zdolności przetrwania i silnej ciągłości instytucjonalnej. Wynika z tego praktyczna obserwacja, że korporacje najczęściej potrafią uniknąć degeneracji swego ładu korporacyjnego, na skutek przesadnej dominacji jednych podmiotów nad drugimi, do stanu trwałej dezintegracji procesów decyzyjnych i utraty zdolności budowania skutecznych strategii.

Nieuchronne strukturalne usztywnienie gry Nasha w obszarze ładu korporacyjnego najczęściej kończy się zatem mniej lub bardziej kontrolowaną zmianą reguł gry poprzez dopuszczenie szerszego grona interesariuszy do redystrybucji strumienia korzyści. Praktyka pokazuje, że taka zmiana reguł gry rzadko kiedy ma postać spontanicznej demokratyzacji, częściej jest to zjawisko takie, jak: fuzja z inną firmą albo przejęcie przez inną firmę, czy też innego rodzaju alians strategiczny zmieniający strukturę władzy i wpływów. Kiedy dojdzie do takiego zdarzenia, na pewien czas w korporacji może zapanować kolejna dynamiczna równowaga przy stosunkowo płynnej strukturalnie grze, co pozwala na racjonalizację strategii korporacyjnych do czasu kolejnego usztywnienia itd. Taka chwilowa dynamiczna równowaga może powstać, ale nie musi. Jeżeli mamy do czynienia np. z przejęciem korporacji przez inną korporację, ta przejmująca zajmuje pozycję dominującą w strukturach władzy. Z punktu widzenia gry Nasha ład korporacyjny nie ma zatem czasu przejść do stanu dynamicznej równowagi, gdyż jedna sztywna struktura gry jest zastępowana drugą, bez stanu przejściowego⁴⁷.

Ład korporacyjny wiąże się z funkcjonowaniem rynku kapitałowego. Rynek kapitałowy jest medium transakcyjnym dla transferu akcji oraz papierów dłużnych, pełni rolę swego rodzaju zbiorowego arbitra wobec działań korporacji. Jakość ładu korporacyjnego istotnie wpływa na wiarygodność rynku kapitałowego i jego możliwości rozwoju. Opisując funkcjonowanie rynku kapitałowego w oparciu o teorię gier i odnosząc do tego rynku pojęcie dynamicznej równowagi Nasha, trzeba na wstępie wyjaśnić kwestię pozornej dychotomii między pozyskiwaniem kapitału,

⁴⁷ Większość fuzji i przejęć nie przynosi oczekiwanych korzyści ekonomicznych w długim okresie. Z punktu widzenia rozwijanego tu modelu oznacza to, że wyjątkiem jest na tyle głębokie strukturalne upłynnienie gry Nasha, aby mogły pojawić się naprawdę zmienione zasady strategiczne.

a inwestowaniem go. Rynek kapitałowy często przedstawia się w postaci podobnej do rynków produktowych, z wyraźnym podziałem na stronę popytową oraz podażową. Założenie to jest prawdziwe w odniesieniu do drobnych indywidualnych inwestorów lokujących na giełdach papierów wartościowych swoje osobiste oszczędności. Jednakowoż większość transakcji na rynku kapitałowym dokonywana jest przez podmioty instytucjonalne, które są jednocześnie dawcami i biorcami kapitału. Strategie korporacyjne obejmują zarówno poszukiwanie inwestorów i pożyczkodawców, jak też inwestowanie i pożyczanie przez nie gotówki.

Z punktu widzenia strategii korporacyjnych dynamiczna równowaga na rynku kapitałowym ma przede wszystkim związek z rzeczywistym poziomem ryzyka finansowego oraz z jego subiektywną oceną. W stanie stosunkowo trwałej dynamicznej równowagi niepewność związana z pozyskiwaniem oraz inwestowaniem kapitału jest stosunkowo niewielka, a przyczynowość towarzysząca tej niepewności stosunkowo jasna. Oswajanie takiej niepewności przez ocenę ryzyka i zarządzanie nim jest stosunkowo łatwe i przede wszystkim nie pełni pierwszoplanowej roli w strategiach korporacyjnych. Działa tu zasada, w myśl której to, co stosunkowo przewidywalne traktuje się raczej jako kontekst decyzji strategicznych, niż jako ich treść. Strategie korporacyjne na rynku kapitałowym będącym w stanie trwałej dynamicznej równowagi są budowane w oparciu o założenie o stosunkowo przewidywalnej cenie kapitału oraz podobnie przewidywalnej stopie zwrotu z inwestycji. Stosunkowo niewielkiemu ryzyku związanemu z transakcjami kapitałowymi towarzyszy stosunkowo niska premia za zarządzanie tym ryzykiem. Głównym składnikiem renty ekonomicznej w korporacjach jest w takiej sytuacji premia za zarządzanie ryzykiem związanym z innowacyjnością technologiczną. Decyzje inwestycyjne korporacji koncentrują się wokół tejże innowacyjności oraz wokół rozwijania zasobów specyficznych i związanej z nimi przewagi komparatywnej.

Każdy stan odmienny od takiej stosunkowo trwałej dynamicznej równowagi – stan przejścia od jednej dynamicznej równowagi do kolejnej albo równowaga dynamiczna gwarantowana przez sztywną hierarchię przywilejów – powoduje zwiększenie niepewności związanej z transakcjami kapitałowymi. To przekłada się na zwiększenie roli ryzyka finansowego w strategiach korporacyjnych oraz na zwiększenie premii za zarządzanie nim. To z kolei powoduje relatywne zmniejszenie roli premii za zarządzanie ryzykiem technologicznym i rozwojowym. W zależności od tego, jak bardzo zagrożona jest dynamiczna równowaga rynku kapitałowego, strategie korporacyjne skupiają się wówczas mniej lub bardziej na zarządzaniu ryzykiem finansowym. Występują skłonności do irracjonalnej dywersyfikacji ryzyka, przesadnego hedgingu oraz do pozamerytorycznej oceny projektów rozwojowych.

Po to, aby rynek kapitałowy był w stanie trwałej dynamicznej równowagi, gra Nasha musi być płynna strukturalnie i większość uczestników gry musi osiągać zadowalające efekty ekonomiczne swych strategii. Nie może być zatem żadnej sztywnej hierarchii przywilejów w podziale renty ekonomicznej z transakcji kapitałowych, a efekty ekonomiczne strategii stosowanych przez uczestników rynku muszą być ra-

cyjnie przewidywalne na podstawie obserwacji ich zachowań. Rynki kapitałowe są z założenia stosunkowo demokratyczne w swej strukturze. Nieformalne struktury przywilejów mogą tworzyć się przede wszystkim w oparciu o nieuczciwe wykorzystywanie informacji poufnych przez niektórych uczestników rynku (maklerów, kadrę menedżerską korporacji). W celu zapewnienia maksymalnie trwałej dynamicznej równowagi potrzebna jest zatem głównie transparentność firm i transakcji, co z kolei odsyła do zasad ładu korporacyjnego. Zależność dynamicznej równowagi rynku kapitałowego od tego, czy większość uczestników tego rynku osiąga zadowalające dla nich same efekty ekonomiczne swych strategii tworzy z kolei zależność między tą równowagą, a ogólną koniunkturą na rynkach finansowych. Przy dobrej koniunkturze większość uczestników rynku osiąga zamierzone cele, przy złej koniunkturze – większości to się nie udaje. Rynek kapitałowy ma zatem szansę na osiągnięcie trwałej dynamicznej równowagi pod dwoma warunkami: dobrego klimatu inwestycyjnego oraz wysokiej transparentności transakcji. Zarówno pogorszenie koniunktury, jak i nasilenie się zjawisk typu *insider trading* automatycznie wytrąca rynek z dynamicznej równowagi Nasha albo stwarza bezpośrednie zagrożenie nim.

Poza istnieniem dynamicznej równowagi na rynku kapitałowym istotne jest również miejsce konkretnej korporacji na tym rynku pod względem osiąganych efektów ekonomicznych. Dotychczasowa dynamika akumulacji kapitału, prawdopodobna przyszła dynamika akumulacji oraz stopa zwrotu z kapitału własnego wydają się być właściwymi kryteriami oceny tych efektów. Korporacje o stosunkowo dobrych wynikach pod tym względem zaliczają się do podzbioru $\{R(i;t) > R^*(t)\}$ i będą raczej dążyć do zachowania aktualnych reguł gry, podczas gdy te o wynikach słabszych będą siłą napędową zmian reguł. Jak praktycznie może przejawiać się to zróżnicowanie?

Korporacje dążące do konserwacji reguł gry rynku kapitałowego korzystają z powodzeniem z dostępnych na nim w danej chwili rozwiązań prawno-finansowych, zaś te dążące do zmiany będą szukały nowych rozwiązań. Tak właśnie było na początku lat 70. XX wieku w USA, kiedy spora grupa giełdowych inwestorów, chcących szybko gromadzić kapitał na potrzeby agresywnych przejęć, przeforsowała liberalizację przepisów odnośnie emisji obligacji. W efekcie do obrotu dopuszczono tzw. *junk bonds*, czyli obligacje objęte zmniejszonymi wymaganiami odnośnie opinii agencji ratingowych. To spowodowało szybkie powstawanie nowych firm inwestycyjnych bazujących właśnie na tych instrumentach dla zbierania kapitału.

Aby zaistniała marshallowska równowaga popytowo-podażowa musi istnieć krzywoliniowa funkcja popytu oraz krzywoliniowa funkcja podaży. To wymaga doskonałej informacji wśród uczestników rynku, doskonałej wzajemnej substytucyjności oferowanych na rynku produktów oraz doskonałej homogeniczności potrzeb konsumentów z jednej strony oraz technologii producentów z drugiej. Stan równowagi popytowo-podażowej jest równoznaczny ze stanem konkurencji doskonałej, w której cena dąży do zrównania się z kosztem krańcowym, zysk księgowy dąży do zera, podobnie jak zysk ekonomiczny i siłą rzeczy niemożliwe jest wykształcenie przewagi komparatywnej. Nie da się wtedy akumulować kapitału, traci sens działalność innowacyjna.

Producenci wypadają z takiego rynku wraz z utratą możliwości tolerowania braku zysków. Z czasem prowadzi to do wykształcenia struktur dominacyjnych o charakterze monopolu naturalnego albo oligopolu. Rzeczywiste rynki nie są jednak nigdy rynkami doskonałymi, zawsze cechują się niedoskonałą informacją, niedoskonałą substytucyjnością dóbr, zróżnicowaniem potrzeb konsumentów i technologii producentów – dlatego właśnie dają szansę na przewagę komparatywną. Jeżeli szansa taka jest duża, wtedy dany **rynek funkcjonuje zgodnie z paradygmatem konkurencji monopolistycznej Chamberlina i jednocześnie jest w stanie dynamicznej równowagi Nasha**: znacząca część uczestników rynku jest w stanie rozgrywać skuteczne strategie, osiągając mniej lub bardziej trwałe, ale jednak znaczące zyski z działalności operacyjnej, akumulując kapitał i zdobywając premię za innowacyjność.

Jeżeli na rynku produktowym istnieje dynamiczna równowaga Nasha, niezależnie od tego, czy jest to rynek zbytu czy rynek zaopatrzenia dla korporacji, operacyjna działalność jest skupiona wokół cyklu zmiany technologicznej. Istotne jest wtedy, aby dostawcy i klienci działali „na tej samej długości fali” jeżeli chodzi o poziom rozwoju technologii, w tym i technologii zawartej w produktach i usługach. **Strategie korporacyjne** są w takiej sytuacji skupione wokół procesów innowacyjnych oraz rozwoju nowych technologii. Siłą rzeczy ryzyko korporacyjne również koncentruje się wokół rozwoju nowych technologii. Menedżerska premia za zarządzanie ryzykiem to głównie premia za zarządzanie ryzykiem technologicznym i rynkowym, mniejszym za zarządzanie ryzykiem finansowym.

W przypadku braku dynamicznej równowagi Nasha może mieć miejsce jedna z dwóch wariantów sytuacji: gra strukturalnie sztywna albo gra strukturalnie płynna. **Gra sztywna** przy braku dynamicznej równowagi zakłada, że efekty ekonomiczne w obszarze działalności operacyjnej zależą w mniejszym stopniu od podejmowanych działań (m.in. rozwojowych), a w większym stopniu od już zdobytej pozycji rynkowej. Ma ona swój odpowiednik w strukturach o charakterze dominacyjnym: monopolu naturalnym albo oligopolu. Firmy uprzywilejowane pod względem siły przetargowej (ang. *market power*) to gracze uprzywilejowani. **Strategie korporacyjne** tych graczy są ukierunkowane przede wszystkim na zachowanie uprzywilejowanej pozycji. Mogą tu występować np. fuzje i przejęcia ukierunkowane wyłącznie na umocnienie pozycji monopolistycznej (albo oligopolistycznej). Działalność innowacyjna może przejawiać się tzw. martwymi patentami, służącymi głównie blokowaniu innowacji konkurencyjnych⁴⁸. Ryzyko korporacyjne graczy uprzywilejowanych to głównie ryzyko systemowe, złożone z zagrożeń związanych z możliwą zmianą reguł gry. Strategie korporacyjne graczy względnie wykluczonych, należących do podzbioru $\{R(i;t) < R^*(t)\}$, są z kolei nastawione głównie na szybkie i maksymalnie opłacalne wyjście z biznesu, co przejawiać się może skłonnością do wyprzedawania aktywów, często w sposób nieracjonalnie szybki. Ryzyko korporacyjne graczy wykluczonych to głównie ryzyko

⁴⁸ Więcej odnośnie uśpionych patentów i strukturalnie sztywnego przywództwa technologicznego np. w: R.J. Gilbert, D. M.G. Newberry, *Preemptive Patenting and the Persistence of Monopoly*, „American Economic Review” 1982, No. 72, s. 514–526.

finansowe, związane z presją cenową. W obu kategoriach graczy strategie korporacyjne są silnie zorientowane na minimalizację oraz dywersyfikację ryzyka. Zarządzanie ryzykiem systemowym u graczy uprzywilejowanych przejawia się dążeniem do dalszego wzmacniania pozycji i konserwacji struktury rynku, u graczy wykluczonych znajduje swe odzwierciedlenie w rozwiniętym hedgingu (np. kontrakty typu futures na ceny surowców).

Gra strukturalnie płynna przy braku dynamicznej równowagi oznacza brak znamion uprzywilejowanej pozycji w grze, ale jednocześnie efekty strategii stosowanych przez graczy są niezadowolające: jest to rynek bliski konkurencji doskonałej. Z punktu widzenia teorii Nasha jest to stan przejściowy, a więc faza zmiany reguł gry zgodna z teorią Harsanyi'ego. **Strategie korporacyjne** są adaptowane do nowej sytuacji i mogą przybierać trzy możliwe formy: a) strategii innowacyjnej, ukierunkowanej na rozwój i na wytworzenie dynamicznej równowagi Nasha b) strategii dążenia do usztywnienia reguł gry i do zbudowania dla siebie pozycji dominującej c) strategii szybkiego wyjścia z biznesu.

Zjawiska takie, jak: banalizacja produktów, usług i technologii, często połączone z ich przechodzeniem w fazę schyłkową cyklu życia może powodować systematyczne zmniejszanie się premii za innowacje. Jedna dynamiczna równowaga Nasha na rynku produktowym zaczyna zanikać i pojawia się konieczność przejścia do następnej. Wskaźnik PKB na jedno zgłoszenie patentowe, omawiany wcześniej w niniejszej książce wydaje się być zagregowaną miarą premii za innowacje. Krańcowa wartość tego wskaźnika jest podstawą do określenia stanu rynku produktowego. Jeżeli krańcowa wartość dodana na jedno zgłoszenie patentowe jest nieujemna, oznacza to rynek w stanie dynamicznej równowagi Nasha – w stanie modelowej konkurencji monopolistycznej Chamberlina. Ujemna krańcowa wartość dodana na jedno zgłoszenie patentowe wskazuje na zanik dynamicznej równowagi. Największe gospodarki świata – amerykańska i japońska – wydają się dążyć od wielu lat w takim właśnie kierunku, podobnie jak gospodarka brytyjska, podczas gdy np. gospodarki krajów takich jak Francja czy Holandia zdają się oferować wyższą premię za innowacje i rozwijać dynamiczną równowagę na rynkach produktowych. Wynika stąd, że strategie korporacyjne firm o globalnym zasięgu biznesu mogą być warunkowane geograficzną strukturą przychodów. Firmy o działalności operacyjnej bardziej skupionej np. na rynku amerykańskim będą budowały raczej strategie korporacyjne typowe dla braku dynamicznej równowagi (dążenie do strukturalnej dominacji albo do wyprzedaży aktywów). Te korporacje, których działalność operacyjna jest zorientowana na rynki o nieujemnej krańcowej wartości dodanej na jedno zgłoszenie patentowe będą budować strategie bardziej zorientowane na rozwój i innowacyjność.

Wyzwaniem dla takiej analizy jest działalność korporacji japońskich. Działają na rynku o najniższej średniej wartości dodanej na jedno zgłoszenie patentowe i ujemnej krańcowej wartości tego wskaźnika. Jednocześnie ich strategie korporacyjne, o ile w skali krajowej wykazują ewidentne dążenie do oligopolu przez tworzenie potężnych konglomeratów, o tyle w skali globalnej ewidentnie koncentrują się na

skutecznym rozwoju technologicznym. Przytoczmy przykład firm z branży motoryzacyjnej i porównajmy omawianą wcześniej działalność Forda oraz jednego z jego japońskich konkurentów: Toyoty. Obie firmy mają swoje siedziby w krajach o ujemnym krańcowym PKB na jeden patentowany wynalazek. Toyota większość swojej produkcji sprzedaje na rynku Ameryki Północnej. Ford nie jest w stanie prowadzić opłacalnej działalności innowacyjnej, ale Toyota tak: jej zysk operacyjny na jedno zgłoszenie patentowe wyniósł 20,33 mln USD w roku 2001, 17,43 mln USD w roku 2006 i prawie 49 mln USD w roku 2008. Jednocześnie w ciągu obecnej dekady (tj. od roku 2000) Ford systematycznie eksperymentował z własnymi granicami instytucjonalnymi, m.in. kupując, a potem sprzedając, w odstępie kilku lat biznesy takie, jak Volvo czy Land Rover. W tym samym okresie Toyota nie dokonała większych przejęć ani sprzedaży biznesów, poza zwiększeniem swoich udziałów w spółkach będących jej kooperantami: Toyota Auto Body Corporation, Kanto Auto Works Ltd, Central Motor Co., Ltd., PT Toyota Motor Manufacturing Indonesia. Można oczywiście założyć, że korporacje japońskie rozwinęły szczególny ład korporacyjny, predysponujący je do strategii ukierunkowanych na rozwój technologiczny i innowacyjność bardziej niż na inwestowanie w zasoby niespecyficzne. Jednakowoż w świetle tego, co światowe media piszą o japońskim rynku kapitałowym i tamtejszej kulturze ładu korporacyjnego, jest to mało prawdopodobne.

Struktura kapitałowa korporacji japońskich jest silnie zdominowana przez niewielu dużych akcjonariuszy, co w naturalny sposób usztywnia ład korporacyjny jako grę Nasha. Korporacje te rozwijały się przez dziesięciolecia (a dokładnie do momentu wejścia na giełdy europejskie i na giełdę amerykańską) w warunkach chronicznego braku kapitału. Być może to właśnie spowodowało, że ich strategie są w naturalny sposób orientowane na rozwiązania o minimalnej kapitałochłonności i o dużej roli kapitału ludzkiego oraz innowacyjności.

Każda korporacja wyeksponowana jest na ryzyko systemowe w postaci możliwych zmian przepisów prawnych. W obecnej dobie szczególnie istotny jest rozwój regulacji prawnych chroniących środowisko. Sposób zarządzania tym ryzykiem systemowym jest ważnym elementem strategii korporacyjnych. Dynamiczna równowaga w relacjach korporacji z jej otoczeniem społecznym to stan, w którym zarówno korporacja, jak i jej interesariusze oraz partnerzy społeczni są w stanie budować skuteczne strategie zarządzania ryzykiem systemowym na bazie przewidywalnych zależności przyczynowo-skutkowych. Korporacja stosuje się wtedy do stosunkowo jasnych i stabilnych zasad współdziałania z partnerami społecznymi i jednocześnie otoczenie społeczne, polityczne i prawne korporacji funkcjonuje według podobnie stabilnych i jasnych zasad. Dynamiczna równowaga może zostać zakłócona wtedy, kiedy zasady kompletnie się zmieniają pod wpływem czynników zewnętrznych. Zmiana zasad, według których funkcjonuje otoczenie społeczne korporacji to raczej długofalowe trendy, stosunkowo łatwe do zdefiniowania. W pierwszej połowie XX wieku był to m.in. rozwój instytucji ochrony praw pracowniczych, rozwój doktryny keynesistowskiej w polityce gospodarczej i związane z tym większe znaczenie wolnego czasu

oraz konsumpcji, jak również rozwój instytucji ochrony praw konsumentów. Obecnie najważniejszym trendem zmian wydaje się być kształtowanie instytucji ochrony środowiska naturalnego oraz być może nowy paradygmat funkcjonowania rynków finansowych w efekcie globalnego kryzysu. Zmiany, o których mowa kształtują się na tyle wolno, że korporacje obiektywnie rzecz biorąc mają czas na stworzenie nowych, skutecznych strategii. Jednakowoż korporacje często wymieniają zmienne warunki panujące w otoczeniu prawnym, politycznym i społecznym jako istotny czynnik ryzyka korporacyjnego. Jednocześnie obserwacja konkretnych korporacji wskazuje, że bardzo różnie radzą one sobie z tymi zmiennymi warunkami. Analizowany przypadek firmy Ford wskazuje na istotny negatywny wpływ nowych regulacji prawnych w zakresie ochrony środowiska na efektywność ekonomiczną biznesu. Podobne regulacje wydają się jednak nie mieć istotnego wpływu na efektywność ekonomiczną firm sektora naftowego, jak omawiane wcześniej: Chevron, Royal Dutch Shell czy Suncor Energy.

Ciągłość instytucjonalna wielkich korporacji dowodzi, że potrafią one wpasować się w swe otoczenie społeczne, skutecznie moderując pojawiające się konflikty, jednak te same firmy naftowe kompletnie nie umiały się znaleźć w warunkach zmian politycznych na świecie wynikających z dekolonizacji i ich pozycja przetargowa wobec rządów państw posiadających złoża ropy naftowej bardzo się osłabiła na przestrzeni ostatnich 30 lat. Twierdzi się często, że korporacje wykorzystują swoją pozycję dominującą do narzucania nieuczciwie wysokich cen swoim klientom (Means 1967⁴⁹), jednak analiza wyników finansowych wielkich korporacji wskazuje, że ich rentowność wcale nie jest systematycznie wyższa niż małych firm, a często nawet niższa. Nawet jeżeli korporacje mają dużą siłę przetargową, ich praktyczna zdolność przekucia jej na zyski jest przeciętna.

Wydaje się, że sferze relacji korporacji z szerszym otoczeniem społecznym trudno o dynamiczną równowagę. Taki stan rzeczy można wyjaśnić patrząc na korporację jako na wiązkę kontraktów i obszar konfliktu interesów różnych podmiotów. Najbardziej prawdopodobnym wyjaśnieniem tego stanu rzeczy jest predyspozycja korporacji do budowania pozycji dominującej wobec partnerów społecznych. Prowadzi to do strukturalnego usztywnienia gry Nasha. Korporacja bowiem jako typ organizacji albo jest uprzywilejowana, albo stratna w relacjach z szerszym otoczeniem społecznym. O wiele trudniej jest jej wypracować takie metody współpracy z tymże otoczeniem, które koncentrują się na długookresowej efektywności bardziej niż na chwilowych korzyściach.

Z punktu widzenia strategii korporacyjnych różnica między dynamiczną równowagą, a jej brakiem w relacjach z szerszym otoczeniem społecznym to różnica między orientacją korporacji na rozwój, a orientacją na minimalizację ryzyka. W obecności dynamicznej równowagi Nasha relacje korporacji z otoczeniem społecznym są na tyle stabilne, że nie pojawia się od tej strony jakiegóż szczególne ryzyko systemowe.

⁴⁹ G.C. Means, *Implications of the Corporate Revolution in Economic Theory* – December 1967, [w:] A.A. Berle, G.C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, 2nd ed., Transaction Books, 1991, pp. XLI–I.

W przewidywalnym otoczeniu korporacja ukierunkowuje się na rozwój. W braku dynamicznej równowagi strategia korporacyjna jest bardziej skupiona na zarządzaniu ryzykiem systemowym niż na rozwoju.

Uwarunkowania towarzyszące kształtowaniu się dynamicznej równowagi w zakresie: ładu korporacyjnego, rynku kapitałowego, rynków produktowych oraz relacji z szerszym otoczeniem społecznym ukierunkowują strategię korporacyjną na dwie wariantowe ścieżki. Pierwsza z nich to strategia, którą można określić jako **rozwojową**. Jest to taki zbiór zachowań korporacji, które obiektywnie rzecz biorąc układają się w proces skupiony na rozwoju technologicznym i na zarządzaniu ryzykiem związanym z tymże rozwojem. Drugi typ strategii korporacyjnej można określić jako **konserwatywną**. Jest ona skupiona głównie na zarządzaniu różnego rodzaju ryzykami systemowymi, przy zepchnięciu przedsięwzięć typowo rozwojowych na relatywnie dalszy plan. Chodzi tu o typy, a nie o modalności tzn. rzeczywiste strategię korporacyjne są zawsze mieszanką tych dwóch typów, z ciężeniem bardziej w kierunku jednego z nich.

Typowa rozwojowa strategia korporacyjna to taka, w której można zaobserwować dynamiczną równowagę Nasha w podstawowych obszarach funkcjonowania korporacji, czyli: a) ładu korporacyjnego b) relacji z rynkiem kapitałowym i sytuacji na rynku kapitałowym c) prowadzenia biznesu na poszczególnych rynkach produktowych d) relacji z szerszym otoczeniem społecznym i zarządzania ryzykiem systemowym. Rynek kapitałowy i rynki produktowe stosunkowo często pozwalają na wystąpienie dynamicznej równowagi Nasha i w ten sposób dają impuls dla kształtowania się takich właśnie rozwojowych strategii korporacyjnych. Ład korporacyjny oraz obszar relacji z szerszym otoczeniem społecznym mają natomiast skłonność do szybkiego strukturalnego usztywniania się jako gra Nasha, a usztywnienie takie skłania raczej do budowania **strategii konserwatywnych**.

Wyznaczenie tylko dwóch typów dla dowolnego zjawiska zakłada analizę tychże w kategoriach dwubiegunowości. Wśród różnych przykładów rzeczywistych strategii korporacyjnych prezentowanych tu wcześniej pojawiły przykłady takiej polaryzacji. Pierwszym z nich było porównanie efektów skali w różnych branżach z wyraźnym rozróżnieniem branż, w których efekt takie są co najwyżej średnio znaczące – sieci specjalistycznych sklepów, sektor naftowy – oraz tych, gdzie osiągnięcie odpowiedniej skali działalności jest wręcz warunkiem udanego zaistnienia na rynku (sektor komputerów i sprzętu biurowego). W dwóch pierwszych branżach akumulacja kapitału⁵⁰ daje stopniowo coraz większe prawdopodobieństwo osiągania zadowalających zysków i ochrony przed stratami.

Z punktu widzenia strategii korporacyjnych mamy tu zatem do czynienia z zarysem zależności funkcjonalnej typu: „inny sposób działania polegający na większej skali działalności związany jest z większym bezpieczeństwem zysków”. Z punktu

⁵⁰ Określenie „akumulacja kapitału” jest skrótem myślowym. W omawianej analizie branżowej obserwowano skalę działalności mierzoną wartością przychodów netto. Kapitał obrotowy jest proporcjonalny do wartości przychodów, można przyjąć że większe przychody oznaczają odpowiednio (aczkolwiek niekoniecznie liniowo) większe zasoby kapitałowe.

widzenia rozwijanego tu modelu strategii korporacyjnych taka zależność świadczy o tym, że odmienne metody działania przynoszą odpowiednio zróżnicowane korzyści ekonomiczne. Warto przy tym przypomnieć, że prezentowana wcześniej analiza owej zależności pozwala mówić jedynie o jej zarysie. Jest to zgodne z teorią Nasha: strategie rzeczywiste są kombinacją cząstkowych strategii czystych. Dążenie do korzyści skali to cząstkowa strategia czysta, która tylko cząstkowo wpływa na rzeczywiste korzyści ekonomiczne w postaci rentowności netto. Jest to zatem gra Nasha bez istotnych znamion strukturalnej sztywności, w której możliwa jest dynamiczna równowaga i budowanie strategii rozwojowych. W sektorze naftowym ściślejszej obserwacji poddano dwie firmy: Royal Dutch Shell oraz Israel Corp. Zdradzają one wyraźne wzajemne odmienności pod względem swych strategii. Royal Dutch Shell wydaje się być organizacją, o jakiej czysto hipotetycznie pisał R.H. Coase (1937) czyli taką, która osiągnęła graniczną wielkość, przekroczenie której wydaje się być niemożliwe. Royal Dutch Shell to przykład firmy, która osiągnąwszy praktycznie wszystko, co korporacja może osiągnąć jest predysponowana do konserwacji istniejącej struktury branży. Może być załączkiem strukturalnego usztywnienia gry Nasha na rynku paliwowym. Z kolei Israel Corp. to typowy challenger, który stosując skuteczne strategie stara się wykorzystać dynamiczną równowagę, aby dojść do pozycji lidera. Jest to ilustracja ogólniejszej reguły implikowanej przez rozwijany tu model: w warunkach elastycznej gry Nasha i dynamicznej równowagi strategia „arywisty” wyraźnie różni się od strategii zasiedziałego lidera. W warunkach gry sztywnej strukturalnie różnica ta nie jest tak bardzo widoczna.

W branży komputerów i sprzętu biurowego akumulacja kapitału ma cechy masy krytycznej, którą trzeba osiągnąć, aby zaistnieć na tym rynku. Brak nawet zarysu funkcjonalnej zależności między skalą działalności a rentownością wskazują na to, że strategia cząstkowa „większa skala działalności daje większe bezpieczeństwo zysków” – nie działa. Oznacza to brak dynamicznej równowagi Nasha, jednak uwarunkowania tego braku można interpretować na dwa sposoby: gra Nasha jest strukturalnie sztywna albo mamy do czynienia z przejściem między gramy podrzędnymi, czyli z przejściem od jednej dynamicznej równowagi do drugiej. Zdumiewająco wysoka rentowność firmy Apple, stosującej jednocześnie zupełnie inne rozwiązania biznesowe od pozostałych firm wydaje się wskazywać raczej na to drugie⁵¹. Apple to przykład nowego typu strategii rozwojowej, Fujitsu czy NEC to przykłady strategii konserwatywnej, bez skutecznego paradygmatu rozwoju, pozostałe firmy plasują się pomiędzy tymi dwoma biegunami.

Inny przykład polaryzacji strategii korporacyjnych to porównanie ich procesów innowacyjnych. Strategię wysoce opłacalnych, endogenicznych procesów innowacyjnych, jak np. w przypadku Chevron Corporation można przeciwstawić strategii

⁵¹ Firma Apple deklaruje, że jest jedynym biznesem w branży, który samodzielnie rozwija i pozostaje właścicielem i operatorem wszystkich trzech komponentów technologii: sprzętu, systemu operacyjnego i oprogramowania narzędziowego.

procesów innowacyjnych raczej zewnątrzsterownych i problematycznych z punktu widzenia efektów biznesowych (np. Ford Motor). W jednym przypadku innowacyjność daje konkretne efekty ekonomiczne, jest raczej endogeniczna i wyraźnie związana z akumulacją kapitału. Jest ona zatem skutecznie działającą strategią częstkową w ramach szerszej strategii rzeczywistej. Firma działa zatem w warunkach elastycznej strukturalnie gry Nasha z dynamiczną równowagą.

Natomiast w przypadku Ford Motor to procesy innowacyjne nie są skuteczną strategią częstkową strategii rzeczywistej. Może to oznaczać, że dynamiczna równowaga strategii rzeczywistych na rynku motoryzacyjnym buduje się wokół innych strategii częstkowych (czyli lapidarnie rzecz ujmując innowacyjność nie jest najważniejsza w budowaniu tej dynamicznej równowagi) albo że w przypadku firmy Ford Motor akurat ta strategia częstkowa jest dysfunkcjonalna wobec reszty strategii częstkowych składających się na strategię rzeczywistą.

Poza przykładami przeciwieństw w niniejszej książce omówiono interesujące przykłady indywidualne: Akzo Nobel, Belvedere, IBM, Suncor Energy. W przypadku Akzo Nobel uwypuklono zróżnicowanie efektywności ekonomicznej między poszczególnymi biznesami firmy oraz fakt ciągłego eksperymentowania z definicją tejże struktury biznesowej oraz z granicami instytucjonalnymi organizacji. Z punktu widzenia prezentowanego tu modelu strategii korporacyjnej takie eksperymentowanie jest przejawem stanu przejściowego między dwoma względnie trwałymi stanami dynamicznej równowagi, czyli między dwiema gramami podrzędnymi w skali całej branży. Reguły gry zmieniają się, a firma AkzoNobel stara się do nich przystosować.

Belvedere to przykład szybkiej ekspansji korporacyjnej i szybkiego wzrostu skali działalności w warunkach wyraźnego konfliktu w obszarze ładu korporacyjnego. Tu wydaje się mieć miejsce dynamiczna równowaga na rynku produktowym i jednocześnie brak takiej dynamicznej równowagi w obszarze ładu korporacyjnego firmy. Zauważmy: konflikt wewnętrzny zazębia się z konfliktem na rynku kapitałowym i niektóre działania władz firmy wydają się iść nieco pod prąd dobrych praktyk korporacyjnych. W takiej sytuacji możliwe są dwa scenariusze.

W pierwszym z nich konflikt w obszarze ładu korporacyjnego zostanie rozwiązany w ramach elastycznej gry Nasha i wykształci się jakiś rodzaj dynamicznej równowagi, a w konsekwencji Belvedere będzie mogła wypracować długofalową strategię rozwoju⁵².

W drugim scenariuszu konflikt zostanie wygaszony przez strukturalne usztywnienie gry Nasha, zajęcie pozycji dominującej przez pewną grupę podmiotów i w efekcie przejście raczej do strategii konserwatywnej.

Przypadek firmy IBM wiązał się w niniejszej książce z uwypukleniem mechanizmów decyzji inwestycyjnych, ze szczególnym akcentem na wzajemne proporcje

⁵² W kontekście rozwijanego tu modelu pojęcie długofalowej strategii ma specyficzne znaczenie. Nie oznacza ono strategii planowanej na długo, ale raczej strategię rzeczywistą, która sprawdza się przez stosunkowo długi czas.

między inwestycjami w zasoby specyficzne związane z rozwojem przewagi komparatywnej z jednej strony oraz inwestycjami w niespecyficzne zasoby finansowe z drugiej. Proporcje te w przypadku IBM przechylają się zdecydowanie w kierunku tych drugich. Oznacza to strategię konserwatywną, ukierunkowaną na rozproszenie ryzyka biznesowego i wysunięcie na pierwszy plan premii za zarządzanie ryzykiem finansowym, kosztem premii za zarządzanie ryzykiem technologicznym. Suncor Energy to przykład przeciwny: strategia rozwojowa, skupiona na postępie technicznym przy akceptacji znaczącego ryzyka finansowego i chwilowym przerzucaniu ryzyka systemowego na otoczenie społeczne poprzez negatywne efekty zewnętrzne.

Rozdział 5

Typowe schematy działalności korporacji – badania empiryczne przy zastosowaniu modelu strategii korporacyjnych

Instytucjonalny model strategii korporacyjnych można stosować zarówno w badaniach jakościowych, typu analizy przypadków, jak i w badaniach ilościowych, odnoszących się do całych rynków. Szczególnym obszarem jego zastosowania są te problemy badawcze, gdzie chodzi o określenie, na ile dana korporacja czy dany rynek są stabilne strukturalnie, tzn. czy ich obecne funkcjonowanie uzasadnia raczej dążenie do homeostazy i wskazuje na takie dążenie, czy też zawiera obiektywne przesłanki dla radykalnej zmiany reguł gry oraz próby takiej zmiany.

5.1. Zastosowanie modelu do analizy przypadków:

Royal Dutch Shell oraz Israel Corporation

Jednym z niejasnych obszarów badania działalności korporacji jest zagadnienie korzyści skali. Krótka analiza przeprowadzona tu wcześniej wykazała, że można mówić o zarysie takich korzyści, jednak bez wyraźnych, „twardych” konkluzji w tym zakresie. Ujmijmy zatem problem z innej strony: czy w jednym i tym samym sektorze, gdzie mogą występować korzyści skali, zachowania korporacji dużej będą radykalnie odmienne od zachowania korporacji znacznie mniejszej? Czy ich decyzje inwestycyjne będą zdecydowanie odmienne?

W niniejszej analizie porównano działalność dwóch firm z sektora naftowego: największej w sektorze firmy Royal Dutch Shell, będącej jednocześnie największą pod względem przychodów korporacją świata oraz czterdziestej siódmej w sektorze naftowym firmy Israel Corporation. **Celem** analizy było określenie, czy w jednym i tym samym sektorze istnieje istotne zróżnicowanie pomiędzy decyzjami inwestycyjnymi korporacji stosunkowo dużych i stosunkowo małych, zarówno z punktu widzenia treści tych decyzji, jak i sposobu ich podejmowania. **Badaniami** objęto wszystkie aspekty ich działalności ważne z punktu widzenia modelu, w tym także ład korporacyjny, relacje z rynkiem kapitałowym, procesy innowacyjne oraz czynniki

ryzyka. Sformułowano przy tym **hipotezę** różnicową pozytywną, zgodnie z którą proces podejmowania i treść decyzji inwestycyjnych największej korporacji w sektorze, gdzie mogą występować korzyści skali, jest istotnie jakościowo odmienna od procesu podejmowania i treści decyzji inwestycyjnych korporacji znacząco mniejszej.

Pod koniec lat 60. XX wieku rząd Izraela starał się przyciągnąć prywatnych inwestorów przez prywatyzację majątku państwowego. W ramach tych działań w 1968 roku powstała firma Israel Corporation, której akcje były emitowane w ofercie publicznej w latach: 1969, 1970, 1974 i 1982. Ta ostatnia emisja wiązała się z wprowadzeniem Israel Corp na giełdę papierów wartościowych w Tel Avivie¹. Na koniec 2007 roku Israel Corp była w pierwszej dziesiątce firm na tejże giełdzie pod względem kapitalizacji i była największą spółką holdingową w Izraelu. Jej główne obszary działalności to: produkcja chemikaliów (w tym nawozów), przemysł energetyczny, transport morski i lądowy². Przychody Israel Corporation w 2008 roku wyniosły 19,8 mld USD, przy zysku netto 320 mln USD. Wyniki te oznaczały wzrost w stosunku do roku poprzedniego odpowiednio o 81,5% oraz 183,2%.

Na pierwszym miejscu wśród globalnych konkurentów Israel Corporation wymieniana jest firma Royal Dutch Shell, największa korporacja świata, z przychodami w 2008 roku równymi 458 361 mln USD, jednak z ujemną dynamiką zysków (–16,1%)³. Dla tej ostatniej Israel Corp również jest jednym z globalnych konkurentów, jednak na liście konkurentów wymieniana jest dopiero na 47 miejscu (na 31 miejscu tej listy znajduje się PKN Orlen)⁴. Tak oto mamy do czynienia z globalną rywalizacją, na płaszczyźnie rynków zbytu, między dwiema korporacjami o bardzo różnej skali działalności oraz kompletnie odmiennych ścieżkach dotychczasowego rozwoju. Royal Dutch Shell to stateczny olbrzym o ponad stuletniej tradycji i skali działalności, która obiektywnie rzecz biorąc wydaje się być górną granicą jego możliwości. W porównaniu Israel Corp to swego rodzaju ekonomiczny drapieżnik, aktywnie poszerzający swoje terytorium. Obserwując globalną rywalizację tych dwóch korporacji, na tych samych rynkach jednak przy kompletnie różnej dynamice zysków, widać rywalizację dwóch różnych strategii korporacyjnych. Royal Dutch Shell to strategia homeostazy i utrzymania pozycji, Israel Corp to strategia aktywnego kształtowania zmian.

Wcześniejsza analiza ewolucji instytucji korporacji oraz poszczególnych aspektów funkcjonowania dużych korporacji pozwala wyodrębnić najistotniejsze obszary porównania strategii korporacyjnych tych firm. Pierwsze kryterium porównania to kierunek i tempo akumulacji kapitału, szacowane przez zmianę stanu aktywów między rokiem 2005, a rokiem 2008. Utrzymanie stanu aktywów na stałym poziomie oznacza, że brak jest zarówno akumulacji, jak i utraty kapitału. Zwiększenie wartości aktywów to akumulacja kapitału, zmniejszenie tejże wartości – jego utrata. Okres od roku 2005 do roku 2008 włącznie jest z jednej strony na tyle krótki, że pozwala

¹ <http://www.israelcorp.com/AboutUs/HISTORY.aspx>.

² <http://www.israelcorp.com/AboutUs/OurCompany.aspx>.

³ <http://money.cnn.com/magazines/fortune/global500/2009/snapshots/11558.html>.

⁴ <http://money.cnn.com/magazines/fortune/global500/2009/snapshots/6388.html>.

pominąć znaczenie inflacji, a z drugiej obejmuje zarówno czas dobrej koniunktury w światowej gospodarce (lata 2005–2006), jak i okres pogłębiającego się kryzysu. Można w ten sposób określić zdolność analizowanych firm do akumulacji kapitału w zmiennych warunkach rynkowych. Drugi obszar porównania to przyszła prawdopodobna zdolność akumulacji kapitału mierzona wskaźnikiem q Tobina. Trzecim obszarem analizy obu korporacji jest ich ład korporacyjny, ze szczególnym uwzględnieniem struktury źródeł finansowania w podziale na: a) kapitały własne b) kapitał dłużny oparty na „czystych” kontraktach dłużnych c) kapitał oparty na niedoskonałych kontraktach dłużnych. Chodzi o określenie, czy ład kontraktowy korporacji (ład korporacyjny) ewoluuje w kierunku typowo menedżerskim, z dużym udziałem kapitału dłużnego, w tym szczególnie z kontraktów niedoskonałych, czy też w kierunku właścicielskim, z dużym udziałem kapitału akcyjnego.

Z kwestią ładu korporacyjnego wiąże się kolejny obszar porównania obu firm, którym są zmiany ich granic instytucjonalnych w ciągu ostatnich 1–2 lat. Kolejne kryterium porównania to procesy inwestycyjne w obu korporacjach, ze szczególnym uwzględnieniem inwestycyjnych przepływów gotówki, w podziale na: a) transakcje wokół zasobów specyficznych, budujących przewagę komparatywną oraz b) transakcje związane z niespecyficznymi aktywami finansowymi. Z inwestycjami oraz z ładem korporacyjnym wiąże się kwestia zmian granic instytucjonalnych obu korporacji, a więc fuzji i przejęć oraz sprzedaży firm.

Ostatnim wreszcie elementem analizy jest określenie, dla każdej z korporacji, czy jej procesy innowacyjne są opłacalne oraz czy widać w nich jakąś długofalową strategię innowacyjną.

5.1.1. Akumulacja kapitału i jego przepływy

Instytucja korporacji rozwinęła się jako sposób na akumulowanie kapitału wokół przedsięwzięć gospodarczych zbyt dużych lub zbyt ryzykownych, aby mogły być finansowane przez jednego właściciela kapitału albo przez niewielkie, zamknięte grono takich właścicieli. Zdolność do akumulacji kapitału jest jedną z podstawowych cech korporacji, przy czym jest to cecha mierzalna. Obserwując zmianę stanu posiadania firmy można określić, czy kapitał jest przez nią akumulowany czy też z niej ucieka. Israel Corporation akumuluje kapitał znacznie szybciej, niż Royal Dutch Shell. W okresie od 2005 roku do końca 2008 roku wartość aktywów Israel Corporation wzrosła o 149%, z 5914,4 mln USD na koniec 2005 roku do 14 706,0 USD na koniec 2008 roku⁵. W tym samym okresie aktywa Royal Dutch Shell zmieniły się o ok. 29%, z 219 516 mln USD na koniec 2005 roku na 282 401 mln USD na koniec 2008 roku.

⁵ W raporcie rocznym z 2005 roku Israel Corporation podaje dane finansowe w szeklach izraelskich. Zostały one przeliczone przez autora na dolary amerykańskie na bazie średniego kursu FOREX dla roku 2005, wynoszącego 4,3668 szekle za dolara. W raporcie rocznym Israel Corporation z 2008 roku dane finansowe podane są już w dolarach USA.

Porównawszy tempo akumulacji w obu firmach, spróbujmy bliżej określić, co dokładnie każda z nich zakumulowała w okresie trzech lat. W Israel Corporation całkowita akumulacja w okresie od roku 2005 do roku 2008 włącznie, wynosząca 8791,6 mln USD, prawie w połowie składała się ze zwiększenia wartości środków trwałych. Drugim najważniejszym składnikiem (ok. 13% akumulacji) było zwiększenie wartości zapasów krótkoterminowych⁶, trzeci – (9,9% akumulacji) pojawienie się w strukturze aktywów nowego składnika w postaci aktywów niematerialnych. Jeżeli spojrzeć na proporcjonalny wzrost, czyli na dynamikę akumulacji, najszybciej przyrastała jednak wartość innych składników aktywów: a) odroczonego podatku dochodowego (prawie czterynastokrotny wzrost na przestrzeni trzech lat!), b) długoterminowych depozytów, pożyczek udzielonych na długi termin (wzrost prawie dwunastokrotny), c) inwestycji w spółki niepowiązane (wzrost razy 7,39), d) należności krótkoterminowych innych niż należności operacyjne, a więc wynikających z działalności finansowej (prawie pięciokrotny wzrost). W Royal Dutch Shell struktura akumulacji była nieco inna. Ogólna kwota akumulacji (zwiększenie wartości aktywów) w okresie od 2005 roku do 2008 roku włącznie wyniosła 62 885 mln USD, z czego prawie 39% przypadło na zwiększenie wartości środków trwałych, prawie 25% wynikało ze zwiększenia stanu należności operacyjnych, zaś nieco ponad 18% przypadło na zwiększenie wartości inwestycji w podmiotach powiązanych. Z punktu widzenia tempa akumulacji najszybciej przyrastały aktywa z tytułu: 1) przedpłaconych składek w firmowym funduszu emerytalnym (wzrost o 149%), 2) wartości posiadanych przez firmę złóż w postaci piasków roponośnych (wzrost o 139%), 3) inwestycji w podmiotach powiązanych (wzrost o 68%).

W latach 2005–2008 zarówno Royal Dutch Shell jak Israel Corporation nie tylko akumulowały kapitał, ale także zmieniały strukturę swych aktywów. W obu firmach widać przesuwanie owej struktury w kierunku aktywów typowo finansowych, przesunięcie to jest jednak o wiele wyraźniejsze w Israel Corporation. Szybsza akumulacja kapitału w tej spółce jest zatem powiązana z szybszą zmianą struktury aktywów. Obserwacja tempa, w jakim dokonują się zmiany strukturalne, odsyła do jeszcze bardziej dynamicznych zjawisk w zakresie akumulacji kapitału, tzn. do inwestycyjnych przepływów gotówki. Przepływy te można analizować na dwa sposoby. Jeden z nich jest widoczny w podsumowaniu przepływów gotówki, jako ich saldo, mówiąc o tym, czy w wyniku określonego typu operacji firma zakumulowała gotówkę, czy ją straciła. Drugi sposób to analiza i porównanie bezwzględnych wartości poszczególnych rodzajów przepływów gotówki, w celu określenia rozmiarów transakcji dokonywanych w ramach poszczególnych inwestycyjnych strumieni gotówki. Jest to analiza podobna w swej metodzie do badania aktywności handlowej krajów⁷. Jej wyniki mówią, na

⁶ W sprawozdawczości Israel Corporation zapasy dzielone są na bieżące oraz na długoterminowe. Te drugie stanowią niewielki składnik bilansu, są mniej więcej dwudziestokrotnie mniejsze od tych pierwszych.

⁷ W ten sposób jest obliczany m.in. wskaźnik otwartości ekonomicznej kraju, będący ilorazem sumy importu i eksportu przez Produkt Krajowy Brutto.

jakie typy transakcji jest ukierunkowany dany obszar działalności firmy. Inwestycyjne strumienie gotówki można podzielić na dwie główne kategorie. Pierwszą z nich są bezpośrednie nakłady na zakup lub odtworzenie środków trwałych. Ich efektem jest rozwój zasobów specyficznych firmy, ważnych dla jej przewagi komparatywnej i dla długookresowej efektywności ekonomicznej jej procesów wytwórczych. Druga kategoria to wszystkie te transakcje, dzięki którym firma wchodzi w posiadanie aktywów niespecyficznych, czyli gotówki jako takiej⁸, płynnych papierów wartościowych oraz pakietów akcji w innych spółkach. Odnośnie tego ostatniego typu nakładów, może się pojawić wątpliwość. Fuzjom i przejęciom przedsiębiorstw często towarzyszy oficjalne uzasadnienie, że są dokonywane w celu podniesienia efektywności ekonomicznej, przez korzyści skali lub wzajemną komplementarność integrujących się firm.

Obserwacja zachowań korporacji w zakresie fuzji i przejęć wskazuje jednak, że fuzjom i przejęciom towarzyszy w długim okresie także sprzedaż całych przedsiębiorstw, przez te same korporacje. Mamy tu bardziej do czynienia z ciągłym eksperymentowaniem z granicami instytucjonalnymi organizacji, niż z planowym i w pełni racjonalnym budowaniem przewagi komparatywnej. W związku z tym nakłady inwestycyjne związane z nabyciem przez korporację udziałów w innych spółkach uznaje się tu za nakłady na aktywa niespecyficzne.

W tabelach poniżej (tabela 25, 26 i 27) pokazane są inwestycyjne strumienie gotówki w firmach: Israel Corporation oraz Royal Dutch Shell. Suma bezwzględnych wartości tych strumieni wynosiła w 2005 roku 1 183,93 mln USD dla Israel Corporation (20% wartości aktywów) oraz 26 685 mln USD dla Royal Dutch Shell (15,9% wartości aktywów). W 2008 roku analogiczne wartości wyniosły 1 619,0 mln USD (11% wartości aktywów) dla Israel Corporation oraz 44 985 mln USD dla Royal Dutch Shell (15,9% wartości aktywów). Już tu widać ciekawe przeciwstawienie obu firm. O ile Israel Corporation wydaje się zdążać do obniżenia płynności swych aktywów, niejako do ich stabilizacji, o tyle Royal Dutch Shell zdradza znamiona coraz większej płynności aktywów. Nakłady na zakup lub odtworzenie środków trwałych – czyli inwestycje w zasoby specyficzne – stanowiły w 2005 roku 25,1% sumy inwestycyjnych strumieni gotówki Israel Corporation oraz 65% tejże sumy w Royal Dutch Shell. W 2008 roku inwestycje w zasoby specyficzne w Israel Corporation stanowiły już 58,6% sumy inwestycyjnych strumieni gotówki w Israel Corporation oraz 77,9% w Royal Dutch Shell. W obu firmach widać dążenie do koncentracji inwestycyjnych przepływów gotówki na zasobach specyficznych, przy tym dążenie to jest wręcz jakościową zmianą w przypadku Israel Corporation i tylko niewielką, raczej ilościową zmianą w Royal Dutch Shell.

⁸ W związku z tym wszystkie inwestycyjne przepływy gotówki do firmy, wynikające ze sprzedaży jakichkolwiek aktywów, prowadzą do gromadzenia aktywów niespecyficznych w postaci gotówki ze sprzedaży.

Tabela 25. Inwestycyjne przepływy gotówki w Israel Corporation w roku 2005

Rodzaj strumienia inwestycyjnych przepływów gotówki	Wartość strumienia w mln USD
Nabycie udziałów w spółkach zależnych oraz innych spółkach (ang. <i>Investments in investee and other companies</i>)	–35,7
Nabycie środków trwałych oraz innych aktywów (ang. <i>Acquisition of fixed and other assets</i>)	–289,5
Udzielone pożyczki długoterminowe (ang. <i>Long-term loans granted</i>)	–35,5
Sprzedaż (kupno) płynnych papierów wartościowych, netto (ang. <i>Sale / acquisition of marketable securities, net</i>)	–293,8
Inwestycje odtworzeniowe w środki trwałe (ang. <i>Investment grant in respect of fixed assets</i>)	7,8
Przychody ze sprzedaży środków trwałych i innych aktywów (ang. <i>Proceeds from sale of fixed and other assets</i>)	138,3
Wykonanie wierzytelności z tytułu udzielonych pożyczek długoterminowych (ang. <i>Collection of long-term loans</i>)	9,6
Inwestycje krótkoterminowe, netto (ang. <i>Short-term investments, net</i>)	62,1
Przychody ze sprzedaży udziałów w spółkach zależnych oraz innych spółkach (ang. <i>Proceeds from sale of investments in affiliated and other companies</i>)	17,2
Przejęcia spółek zależnych podlegających konsolidacji (ang. <i>Acquisition of newly consolidated subsidiaries</i>)	–294,5
Przychody ze sprzedaży spółek poprzednio podlegających konsolidacji (ang. <i>Proceeds from sale of investments in formerly consolidated subsidiaries</i>)	0
Inwestycyjne przepływy gotówki netto (ang. <i>Net cash outflow generated by continuing investing activities</i>)	–714,0

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportu rocznego firmy.

Tabela 26. Inwestycyjne przepływy gotówki w Israel Corporation w roku 2008

Rodzaj strumienia inwestycyjnych przepływów gotówki	Wartość strumienia w mln USD (nawias oznacza wartość ujemną, czyli wypływ gotówki)
Inwestycje w depozyty długoterminowe (ang. <i>Investment in long-term deposits</i>)	(37)
Przychody ze sprzedaży środków trwałych (ang. <i>Proceeds from sale of property, plant and equipment</i>)	175
Krótkoterminowe depozyty i udzielone pożyczki, netto (ang. <i>Short-term deposits and loans, net</i>)	(103)
Finansowanie wspólnych przedsięwzięć minus przejęte salda gotówkowe (ang. <i>Business combinations less cash acquired</i>)	(111)
Inwestycje w spółki powiązane (ang. <i>Investment in associated companies</i>)	(75)

Inwestycje w papiery wartościowe gotowe do sprzedaży (ang. <i>Investment in available for sale securities</i>)	(42)
Sprzedaż lub nabycie papierów wartościowych na cele dalszej odsprzedaży, netto (ang. <i>Sale(acquisition) of securities held for trade, net</i>)	(26)
Nabycie środków trwałych (ang. <i>Acquisition of property, plant and equipment</i>)	(908)
Udzielenie pożyczek długoterminowych (ang. <i>Provision of long-term loans</i>)	(28)
Otrzymane dotacje inwestycyjne (ang. <i>Investment grants received</i>)	2
Przychody ze sprzedaży udziałów w spółkach uprzednio podle- gających konsolidacji (ang. <i>Proceeds from sale of investment in previously consolidated company</i>)	
Nabycie aktywów niematerialnych (ang. <i>Acquisition of intangible assets</i>)	(39)
Przychody z rozwiązania depozytów długoterminowych (ang. <i>Proceeds from realization of long-term deposits</i>)	13
Otrzymane odsetki od kapitału (ang. <i>Interest received</i>)	60
Inwestycyjne przepływy gotówki netto (ang. <i>Net cash used in investing activities</i>)	(1,119)

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportu rocznego firmy.

Tabela 27. Inwestycyjne strumienie gotówki w firmie Royal Dutch Shell
w latach: 2005 i 2008.

Dane w mln USD. Wartości w nawiasach oznaczają liczby ujemne, czyli wypływ gotówki

Typ inwestycyjnego strumienia gotówki	Wartość w 2008 r. (mln USD)	Wartość w 2005 r. (mln USD)
Nakłady na środki trwałe (ang. <i>Capital expenditure</i>)	(35 065)	(15 904)
Inwestycje w spółki powiązane (ang. <i>Investments in equity-accounted investments</i>)	(1885)	(705)
Przychody ze sprzedaży aktywów (ang. <i>Proceeds from sale of assets</i>)	4737	2310
Przychody ze sprzedaży udziałów w spółkach powią- zanych lub wynikające z konsolidacji przychodów ze sprzedaży aktywów spółek powiązanych (ang. <i>Proceeds from sale of equity-accounted investment</i>)	2062	4313
Przychody ze sprzedaży aktywów finansowych oraz nakłady na ich nabycie (ang. <i>Proceeds from sale of/ additions to financial assets</i>)	224	362
Otrzymane odsetki (ang. <i>Interest received</i>)	1012	863
Strumień gotówki netto z działalności inwestycyjnej (ang. <i>Net cash used in investing activities</i>)	(28 915)	(8761)

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów rocznych spółki.

Przyjrzyjmy się, jak rynki finansowe oceniły decyzje inwestycyjne obu spółek i jaka w związku z tym jest ich przyszła prawdopodobna zdolność akumulacji. Pomocze w tym analiza wartości wskaźnika q Tobina. Wymaga to uprzedniego komentarza na temat ich struktury kapitałowej oraz elementów ładu korporacyjnego. Israel Corporation jest spółką notowaną na giełdzie w Tel Avivie, przy czym 55% jej kapitału akcyjnego jest własnością izraelskiej grupy finansowej Ofer, zaś 18% należy do banku Bank Leumi Le-Israel Ltd więc akcje te siłą rzeczy mają dość niską płynność. Ze swej strony Royal Dutch Shell jest notowana na trzech giełdach: nowojorskiej, londyńskiej oraz amsterdamskiej. Obliczenie kursu akcji na koniec dowolnego okresu wymaga tu uśrednienia notowań z tych trzech rynków. Brak danych na temat posiadania przez jakikolwiek podmiot na tyle dużego pakietu akcji Royal Dutch Shell, aby podmiot taki był uwidoczniiony w sprawozdaniach finansowych firmy jako znaczący akcjonariusz. Na podstawie tychże sprawozdań można zakładać, że prawie 100% akcji to tzw. *free float*, czyli akcje w obrocie. Kapitał własny Israel Corporation na koniec 2005 roku wynosił 1236,1 mln USD, co dawało tzw. dług Tobina (aktywa minus kapitał własny) o wartości 4678,3 mln USD. Przy kapitalizacji giełdowej, która wynosiła na koniec 2005 roku 6830,1 mln USD, q Tobina było równe 1,95. Na koniec 2008 roku kapitał własny wzrósł do 3656,0 mln USD, zaś kapitalizacja giełdowa 16 047,2 mln USD. Po odpowiednim przeliczeniu komponentu długu w q Tobina otrzymuje się $q(31/12/2008) = 1,84$. W przypadku Royal Dutch Shell analogiczne obliczenia dają następujące wyniki:

- 1) kapitał własny na koniec 2005 roku – 97 924 mln USD, na koniec 2008 roku – 128 866 mln USD;
- 2) dług całkowity według formuły Tobina to 121 592 mln USD na koniec 2005 roku i 153 535 mln USD na koniec 2008 roku;
- 3) kapitalizacja giełdowa, z uwzględnieniem notowań na trzech giełdach to 420 540,1 mln USD na koniec 2005 roku i 321 412,7 mln USD na koniec 2008 roku;
- 4) podsumowując, wskaźnik q Tobina na koniec 2005 roku to 2,47, zaś na koniec 2008 roku 1,68.

Mamy zatem do czynienia z następującą sytuacją: Israel Corporation szybciej akumuluje kapitał od Royal Dutch Shell, zaś w okresie od 2005 roku do 2008 roku zmieniła się relacja między tymi firmami pod względem atrakcyjności dla dawców kapitału mierzonej wskaźnikiem q Tobina. W roku 2005 bardziej atrakcyjna była firma Royal Dutch Shell. Kolejne trzy lata przyniosły obu firmom pogorszenie atrakcyjności, gdyż rynki finansowe generalnie zaczęły bardziej sceptycznie podchodzić do ważonej ryzykiem stopy zwrotu z kapitału⁹. W efekcie tego ogólnego pogorszenia firma Israel Corporation relatywnie zyskała w stosunku do Royal Dutch Shell i stała się bardziej atrakcyjna dla inwestorów. W analizowanym okresie krańcowy wskaźnik q dla Royal

⁹ Według Jamesa Tobina wskaźnik q wyraża relację przyszłej prawdopodobnej stopy zwrotu z kapitału ważonej rzeczywiście postrzeganym przez rynki finansowe ryzykiem do teoretycznej stopy zwrotu z kapitału bez ryzyka.

Dutch Shell wyniósł – 0,79, zaś dla Israel Corporation – 0,1. Przeanalizujemy dokładnie wszystkie zjawiska składające się na tą zmianę, aby upewnić się, że nie było to tylko kwestią przypadku. Po pierwsze, kapitalizacja giełdowa i jej czynniki: liczba akcji dopuszczonych do obrotu oraz ich średnia cena. Liczba akcji Israel Corporation dopuszczona do obrotu nieznacznie wzrosła (o ok. 1%), podczas gdy w przypadku Royal Dutch Shell miał miejsce spadek liczby akcji o ok. 8%. Wynikał on z operacji typu buy back, czyli skupu akcji od akcjonariuszy oraz ich umorzenia. Cena akcji Israel Corporation wzrosła na przestrzeni trzech lat o ok. 133%, podczas gdy cena akcji Royal Dutch Shell spadła o ok. 17%. Kombinacja obu zjawisk – zmiany cen oraz zmiany liczby akcji dopuszczonych do obrotu – dała w efekcie kapitalizację giełdową Israel Corp równą ok. 6 830,1 mln USD na koniec 2005 roku (115% wartości aktywów) oraz jej wzrost o 135% na przestrzeni trzech lat, do 16 047,2 mln USD na koniec 2008 roku (109% wartości aktywów).

W tym samym czasie giełda w Tel Aviwie zmniejszyła swoją kapitalizację o 18,4%, zaś jej indeks TASE 100 zmniejszył swoją wartość o 31,5%¹⁰. Dla Royal Dutch Shell analogiczne wyliczenie pozwoliło określić kapitalizację giełdową na koniec 2005 roku na ok. 420 540,1 mln USD (192% wartości aktywów) oraz 321 412,7 mln USD na koniec 2008 roku (114% wartości aktywów), czyli spadek kapitalizacji o 41%. W tym samym okresie kapitalizacja rynku akcji na giełdzie londyńskiej (jednej z trzech, gdzie notowane są akcje Royal Dutch Shell, spadła o 27,7%.

Drugi element wskaźnika q Tobina to dług spółki obliczany jako różnica między wartością księgową aktywów, a kapitałem własnym. W przypadku Israel Corp dług obliczany w ten sposób wyniósł 4678,3 mln USD na koniec 2005 roku (79% wartości aktywów) i wzrósł w ciągu trzech lat o 136%, do 11 050,0 mln USD na koniec 2008 roku (75% wartości aktywów). W przypadku Royal Dutch Shell dług całkowity kalkulowany według formuły Tobina wyniósł 121 592 mln USD na koniec 2005 roku (55,4% wartości aktywów), na koniec 2008 roku wzrósł o 26%, do 153 535 mln USD (54,4% wartości aktywów).

Israel Corporation wykazuje niewątpliwie większą zdolność akumulacji kapitału niż Royal Dutch Shell i to zarówno z punktu widzenia przeszłych zmian w aktywach, jak i przyszłej prawdopodobnej atrakcyjności dla inwestorów mierzonej wskaźnikiem q Tobina. Jednakowoż mamy tu do czynienia nie tylko z różnicą czysto ilościową. Na przestrzeni analizowanego okresu, od roku 2005 do końca roku 2008, Royal Dutch Shell akumulowała kapitał przy w zasadzie stałej proporcji między całkowitym długiem a kapitałem własnym oraz przy systematycznym zmniejszaniu liczby akcji w obrocie przez ich wykup od akcjonariuszy. Israel Corporation wykazała zmianę proporcji między długiem, a kapitałem własnym, na korzyść tego ostatniego i jednocześnie nieznacznie zwiększyła liczbę akcji w obrocie. Widzimy więc dynamiczną różnicę między dwiema porównywanymi firmami w zakresie ich ładu korporacyjnego.

¹⁰ www.tase.co.il.

5.1.2. Ład korporacyjny

Każda korporacja jest dużą organizacją opartą na wiązce kontraktów. Kontrakty te łączą w skomplikowaną sieć zależności różne grupy podmiotów: akcjonariuszy, wierzycieli, menedżerów oraz partnerów społecznych spółek (np. pracowników). Realizacja kontraktów pociąga za sobą nieuchronne konflikty interesów, których moderacja i rozstrzyganie dają w efekcie to, co jest obserwowalne z zewnątrz jako decyzje i działania korporacji. Ład korporacyjny polega na moderacji owych konfliktów. Zobaczmy zatem, jakie konflikty interesów w każdej z analizowanych spółek stały się na tyle palące i głośne, aby być nagłośnione przez media. W archiwach elektronicznych „Financial Times”¹¹ mamy serię artykułów dotyczących kłopotów z płynnością ZIM, jednej ze spółek zależnych Israel Corporation, zajmująca się transportem morskim¹². Ten sam problem jest sygnalizowany w notatce prasowej opublikowanej na stronie internetowej Israel Corporation 30 września 2009 roku. Notatka ta jest kopią pisma zaadresowanego m.in. do władz giełdy papierów wartościowych w Tel Aviwie i wyjaśnienia, iż inne spółki holdingu Israel Corporation zawarły ze spółką ZIM umowy pozwalające zasilić tą ostatnią łączną kwotą 17 mln USD, dla podtrzymania jej płynności¹³. Podobny przegląd publikacji w „Financial Times” dokonany dla Royal Dutch Shell wskazuje na nieco innego typu problemy. 29 kwietnia 2009 roku w „Financial Times” ukazał się artykuł pt. *Royal Dutch Shell szuka schronienia we własnym bilansie*¹⁴. W tekście tym opisuje się sytuację Royal Dutch Shell jako coraz trudniejszą w związku z globalnym kryzysem oraz ze spadkiem cen ropy naftowej. Na szczególną uwagę zasługują dwa zdania z tego artykułu. Pierwsze z nich mówi, że „mechanizmy wzrostu produktywności w firmie Shell są już nieco przestarzałe” (literalnie ang. *Shell's efficiency drive is now a few years old*), drugie zaś stwierdza, że „[...] bilans firmy Shell daje roczny strumień gotówki netto w wysokości 20% kapitałów własnych. To daje poczucie komfortu. [...] Shell to bezpieczny port w niepewnym świecie” (literalnie ang. *Shell's [...] balance sheet is generating an annualised free cash flow yield of more than 20 per cent. That provides comfort. [...] Shell looks like a safe port in an uncertain world*). Inny artykuł w „Financial Times”, nieco świeższej daty (11 września 2009 roku), autorstwa Kate Burgess¹⁵, stwierdza, iż „Royal Dutch Shell ujawniła poważne zmiany w strukturze rady nadzorczej i wycofanie się z niej Sir Petera Jona, szefa komitetu ds. wynagrodzeń, w reakcji na niezadowolenie największych akcjonariuszy ze zbyt wysokich wynagrodzeń kadry menedżerskiej”. Tydzień wcześniej w „Financial Times” ukazał się artykuł autorstwa Eda Crooks'a pt. *Shell ujawnia cięcia*

¹¹ www.ft.com.

¹² M.in. Sep 25 2009, by Robert Wright, Transport Correspondent, FT.com site; Jun 17 2008, by Robert Wright in London, „Financial Times”; Aug 04 2009, by Robert Wright in London, FT.com site; Feb 26 2008, by Robin Kwong in Hong Kong, FT.com site.

¹³ Transakcje tego typu są zaliczane do tzw. transakcji między podmiotami powiązаныmi i muszą być raportowane władzom giełdy.

¹⁴ *Royal Dutch Shell is Taking Shelter in its Balance Sheet*, Apr 29 2009, FT.com site.

¹⁵ Sep 11 2009, by Kate Burgess, FT.com site.

stanowisk pracy¹⁶, gdzie stwierdza się, iż „Royal Dutch Shell, największa europejska firma naftowa, anonsuje serię redukcji stanowisk pracy [...]. Cięcia mają objąć tysiące pracowników po tym, jak 150 spośród 750 członków najwyższej kadry kierowniczej firmy straciło pracę w pierwszej fazie restrukturyzacji, znanej jako Transition 2009”.

Analiza ww. doniesień medialnych wydaje się wskazywać, że o ile w Israel Corporation konflikty interesów rozgrywają się wokół gotówki, której brakuje, o tyle w Royal Dutch Shell ich przedmiotem jest gotówka będąca w posiadaniu firmy i sposób jej podziału oraz wykorzystania. Israel Corporation w o wiele większym stopniu polega na kapitale dłużnym, niż Royal Dutch Shell, lecz jednocześnie Israel Corporation szybko zmienia swoją strukturę kapitałową na korzyść kapitału własnego. Natomiast w Royal Dutch Shell struktura pozostaje mniej więcej taka sama. Jeżeli z pasywów każdej z firm wydzielić kapitał własny z jednej strony oraz te określane jako dług albo papiery dłużne, pozostają zobowiązania o charakterze niedoskonałego kontraktu dłużnego. W Israel Corporation ten „dług rozmyty” stanowił 47,8% wartości aktywów w 2005 roku (2826,6 mln USD) i udział ten spadł do 23,0% wartości aktywów (3377 mln USD) w 2008 roku. W Royal Dutch Shell analogiczne wartości wynosiły: 49,5% wartości aktywów (108 676 mln USD) na koniec 2005 roku oraz 46,1% wartości aktywów (130 266 mln USD) na koniec 2008 roku.

Warto dokładniej przyjrzeć się relacjom między długiem czystym, a długiem rozmytym z punktu widzenia ładu korporacyjnego obu spółek. Każda ze spółek posługuje się nieco inną klasyfikacją bilansową. W przypadku Israel Corporation za tzw. dług czysty, czyli oparty na doskonałych kontraktach dłużnych uznano następujące pozycje bilansowe: a) Kredyty i pożyczki zaciągnięte w bankach oraz innych instytucjach, zaliczone do zobowiązań krótkoterminowych (ang. *Current liabilities >> credit from banks and others*), b) Kredyty i pożyczki zaciągnięte w bankach oraz innych instytucjach, zaliczone do zobowiązań długoterminowych (ang. *Non – current liabilities >> loans from banks and others*), c) wyemitowane papiery dłużne (ang. *Non – current liabilities >> Debentures*). Z kolei do kategorii długu rozmytego w Israel Corp zaliczono: 1) zobowiązania operacyjne krótkoterminowe (ang. *Current liabilities >> Trade payables*), 2) krótkoterminowe rezerwy bilansowe (ang. *Current liabilities >> Provisions*), 3) inne zobowiązania krótkoterminowe (ang. *Current liabilities >> Other payables and credit balances, including derivative instruments*), 4) zobowiązania krótkoterminowe z tytułu podatku dochodowego (ang. *Current liabilities >> Income tax payable*), 5) długoterminowe rezerwy bilansowe (ang. *Non – current liabilities >> Provisions*), 6) zobowiązania długoterminowe netto z tytułu odroczonej podatku (ang. *Non – current liabilities >> Deferred taxes, net*) oraz 7) zobowiązania długoterminowe z tytułu wynagrodzeń (ang. *Non – current liabilities >> Employee benefits*).

¹⁶ *Shell Set to Unveil Job Cuts*, by Ed Crooks, September 4 2009.

W przypadku Royal Dutch Shell podział długu był oparty na nieco bardziej dosłownej klasyfikacji bilansowej: firma wyodrębnia w swoich pasywach kategorię „dług” (ang. *debt*) zarówno w ramach zobowiązań krótkoterminowych, jak i długoterminowych. Te dwie pozycje bilansowe zaliczono do kategorii długu czystego.

Do długu rozmytego zaliczono pozostałe zobowiązania, czyli: 1) zobowiązania długoterminowe z tytułu odroczonej podatliwości (ang. *Non – current liabilities >> Deferred taxes, net*), 2) zobowiązania długoterminowe z tytułu świadczeń z zakładowego funduszu emerytalnego (ang. *Non – current liabilities >> retirement benefit obligations*), 3) inne długoterminowe rezerwy bilansowe (ang. *Non – current liabilities >> other provisions*), 4) inne zobowiązania długoterminowe (ang. *Other non – current liabilities*), 5) zobowiązania krótkoterminowe z tytułu zobowiązań operacyjnych oraz świadczeń odroczonej podatliwości (ang. *Current liabilities >> Accounts payable and accrued liabilities*), 6) krótkoterminowe zobowiązania podatkowe (ang. *Current liabilities >> Taxes payable*), 7) zobowiązania krótkoterminowe z tytułu świadczeń z zakładowego funduszu emerytalnego (ang. *Current liabilities >> Retirement benefit obligations*), 8) zobowiązania krótkoterminowe z tytułu innych rezerw bilansowych (ang. *Current liabilities >> Other provisions*).

W Israel Corporation widać ład korporacyjny typowo właścicielski, z silnym dominującym akcjonariuszem, rozwojem finansowanym w dużym stopniu jednoznacznie w swej konstrukcji kontraktami dłużnymi, lecz jednocześnie z dążeniem do stabilizacji bazy kapitałowej przez zwiększanie udziału kapitałów własnych w pasywach oraz z wyraźną tendencją do unikania kontraktów dłużnych niedoskonałych, dających niejasne powiązania między faktem powierzenia kapitału spółce, a wpływem na jej funkcjonowanie.

W przypadku Royal Dutch Shell na określenie ładu korporacyjnego najważniejsze będzie chyba określenie „menedżerski”, gdyż jest on bardzo bliski modelowi rozwijanemu w ramach cytowanej wcześniej teorii agencji. Stosunkowo stabilna baza kapitałowa Royal Dutch Shell wydaje się wiązać ze stosunkowo dużą dyskrejonalną władzą najwyższej kadry kierowniczej, w relacji do faktycznej władzy wykonywanej przez akcjonariuszy; jednym z elementów wspierających ową dyskrejonalną władzę menedżerów jest istotna rola niedoskonałych kontraktów dłużnych w finansowaniu aktywów korporacji.

Odnosnie owych niedoskonałych kontraktów dłużnych warto zauważyć ciekawą cechę dużych, „starych” korporacji: znaczną część ich długu „rozmytego” stanowią środki finansowe firmowych funduszy emerytalnych. Wraz z upływem czasu korporacja akumuluje w ten sposób znaczny kapitał, który obiektywnie rzecz biorąc jest źródłem finansowania aktywów, nie jest typowym długiem (nie ma gwarancji spłaty w określonym terminie ani nie ma gwarancji stałego oprocentowania kapitału), a jednocześnie nie daje pracownikom takiego wpływu na zarządzanie spółką, jaką daje udział w kapitale własnym.

5.1.3. Zmiany granic instytucjonalnych

Cechą szczególną korporacji jest płynność ich granic instytucjonalnych oraz brak jednoznacznego powiązania zmian tychże granic z prostym rachunkiem efektywności ekonomicznej opartym na teorii Marshalla. Przyjrzyjmy się zmianom granic organizacji Israel Corporation oraz Royal Dutch Shell w 2008 roku i porównajmy je.

3 sierpnia 2008 roku Israel Corporation podpisała trzeci kolejny list intencyjny z Israel Petrochemical Entreprises Ltd. w sprawie wspólnej kontroli nad Oil Refineries Ltd. List ten został podpisany po uprzednim (24 czerwca 2008 roku) zawarciu między Israel Petrochemical Entreprises Ltd. a Oil Refineries Ltd. umowy, zgodnie z którą m.in. Israel Petrochemical Entreprises Ltd. sprzeda i przeniesie na Oil Refineries Ltd. wszystkie będące w jej posiadaniu akcje firmy Carmel Olefins Ltd., stanowiące 50% kapitału akcyjnego tej ostatniej. W zamian Israel Petrochemical Entreprises Ltd. wyemituje nowe akcje, stanowiące po ich emisji 20,53% jej kapitału akcyjnej i w całości przekaze je Oil Refineries Ltd. W liście intencyjnym między Israel Corporation a Israel Petrochemical Entreprises Ltd. stwierdza się, że po uprzednim pełnym wykonaniu ww. umowy między Israel Petrochemical Entreprises Ltd. a Oil Refineries Ltd., Israel Corporation oraz Israel Petrochemical Entreprises Ltd. zawrą umowę, na mocy której wspólnie będą posiadać pakiet kontrolny akcji Oil Refineries Ltd., stanowiący 50,25% jej kapitału akcyjnego. Israel Corporation obejmie wówczas 55% z tego pakietu kontrolnego (czyli 27,64% kapitału akcyjnego Oil Refineries Ltd.), zaś pozostałe 45% pakietu kontrolnego, czyli 22,6% kapitału akcyjnego Oil Refineries Ltd. przypadnie Israel Petrochemical Entreprises Ltd.

W styczniu 2008 roku Israel Corporation zawarła umowę z inwestorami zewnętrznymi, na mocy której powołano spółkę Better Place PLC LLC. Misją nowo powołanej firmy ma być budowa i eksploatacja sieci stacji ładowania dla pojazdów elektrycznych oraz ewentualnie produkcja takich pojazdów. Israel Corporation objęła 33,33% udziałów w nowo powołanej firmie. Do 31 grudnia 2008 roku Israel Corporation zainwestowała w Better Place kwotę 23 mln USD, zaś po zamknięciu sprawozdań finansowych za 2008 rok, już w 2009 roku, zainwestowała kolejne 20 mln USD. Zamierzona łączna wielkość inwestycji Israel Corporation w Better Place to 100 mln USD.

W lutym 2007 roku, kontrolowana przez Israel Corporation w 100% spółka zależna Quantum LLC podpisała umowę o wspólnym przedsięwzięciu z chińskim producentem samochodów, Chery Automobiles Ltd. Na mocy tej umowy, Israel Corporation za pośrednictwem Quantum, zainwestuje 225 mln USD we wspólne przedsięwzięcie, zwane Chery Quantum Auto Co. Ltd., w zamian za 45% udziałów w tej nowej firmie. Dotychczas zainwestowała 200 mln USD oraz udzieliła nowej firmie poręczeń kredytowych na kwotę 180 mln USD. Już po zamknięciu sprawozdań finansowych za 2008 rok, rada nadzorcza Chery Quantum Auto Co. Ltd. zdecydowała o podniesieniu udziału Israel Corporation, za pośrednictwem Quantum LLC, z 45% do 50%.

4 grudnia 2008 roku firma I.C.Green Energy Ltd., spółka kontrolowana przez Israel Copr. w 100%, nabyła za kwotę 17 mln USD 43% akcji niemieckiej firmy Petrotech AG, zajmującej się produkcją i sprzedażą paliw bio diesel.

Ciekawym przypadkiem zmian granic instytucjonalnych korporacji jest seria transakcji kapitałowych związanych w udziałem Israel Corporation w amerykańskiej firmie Tower Semiconductor Ltd. W 2005 roku Israel Corporation posiadała nieco ponad 21% udziałów w Tower Semiconductor. W 2006 roku zainwestowała w podniesienie tych udziałów ponad 50%. W latach 2007–2008 oraz w pierwszej połowie 2009 roku po serii operacji kapitałowych Israel Corporation zmniejszyła swój udział w Tower Semiconductor Ltd. najpierw do 33%, potem do 21%, jednocześnie pożyczła tej spółce łącznie 70 mln USD (z czego 50 mln USD poprzez obligacje, a 20 mln USD poprzez noty kapitałowe zamienne na akcje), w wyniku czego finalnie zwiększyła swój udział w Tower Semiconductor Ltd do ponad 39%, odnotowując jednocześnie dodatni strumień gotówki w wysokości 25 mln USD.

W 2007 roku kontrolowana w 100% spółka zależna Israel Corporation, Inkia Energy Ltd. wygrała, wspólnie z firmą zewnętrzną, DS Construction Ltd., przetarg ofert ogłoszony przez firmę Globeleq International Ltd., na nabycie jej spółki zależnej, Globeleq Ameicas Ltd., mającej siedzibę na Bermudach, będącej właścicielem dziewięciu spółek zajmujących się produkcją i sprzedażą energii elektrycznej w krajach Ameryki Łacińskiej, przy łącznej zdolności produkcji energii elektrycznej na poziomie ok. 2000 megawatów. W efekcie wygranego przetargu Inkia Energy Ltd oraz DS Construction Ltd. objęły równe, pięćdziesięcioprocentowe udziały w Globeleq Ameicas Ltd. Inwestycja dokonana przez Israel Corporation w tej transakcji, za pośrednictwem Inkia Energy Ltd., wyniosła łącznie 547 mln USD, z czego 347 mln stanowiło bezpośrednią inwestycję w akcje, zaś 200 mln było pożyczką dla Globeleq Ameicas Ltd.

Israel Chemicals Ltd., spółka holdingowa kontrolowana przez Israel Corporation, za pośrednictwem swoich spółek zależnych, nabyła w sierpniu 2007 roku, za kwotę 361,5 mln USD firmę Supresta LLC, zarejestrowaną w stanie Delaware w USA, wyspecjalizowaną w produkcji wyrobów fosforopochodnych, w tym przeciwogniowych. Ponadto, Israel Chemicals, nabyła w styczniu 2008 roku, od firmy Henkel, za kwotę 56 mln USD aktywa i operacje w obszarze uzdatniania wody w zakładach przemysłowych; operacje przejęte od firmy Henkel obejmują teren: Niemiec, Francji, Hiszpanii, Włoch i Turcji.

Porównanie raportu rocznego Royal Dutch Shell z 2008 roku z raportem firmy Israel Corporation wskazuje na istotne różnice w definiowaniu strategicznych decyzji inwestycyjnych. O ile w Israel Corporation są to typowe fuzje i przejęcia, o tyle w przypadku Royal Dutch Shell lwia część projektów inwestycyjnych to wspólne przedsięwzięcia typu joint-venture skupione na poszukiwaniu nowych złóż ropy naftowej i gazu ziemnego lub na rozwoju eksploatacji złóż istniejących. Jednak pewne działania wskazują na przesuwanie granic instytucjonalnych korporacji:

- 1) sprzedaż posiadanej 1/3 udziałów w Rainbow Pipe Line Company Ltd na rzecz firmy Plains All American Pipeline, L.P.;
- 2) sprzedaż niewielkiej części udziałów w przedsięwzięciu North Caspian production-sharing agreement (NCPA) na rzecz państwowego przedsiębiorstwa w Kazachstanie, KazMunaiGas(KMG), w efekcie czego udziały Shell spadły z 18.52% do 16.81%;

- 3) sprzedaż firmie Agip 49,81% udziałów w platformach wiertniczych OML 125 oraz OML 134, położonych u wybrzeży Nigerii;
- 4) sprzedaż firmie TAQA Bratani Ltd. swych udziałów w przedsięwzięciach: South Cormorant, Cormorant North, Tern, Eider, Kestrel and Pelican, Brent System, Sulom Voe Terminal;
- 5) sprzedaż na rzecz Fairfield Energy oraz Mitsubishi Corporation udziałów w przedsięwzięciach skupionych w tzw. Dunlin Cluster na Morzu Północnym;
- 6) sprzedaż, na rzecz Gaz de France SUEZ rurociągu Offshore Gas Transport (NOGAT) w południowej części Morza Północnego;
- 7) sprzedaż udziałów w położonym na terenie USA przedsięwzięciu poszukiwawczym Big Foot (12,5%) oraz położonych w Zatoce Meksykańskiej złożach ropy Boomvang.

Na przestrzeni lat 2007 i 2008 Israel Corporation poszerzała swoje granice instytucjonalne, podczas gdy Royal Dutch Shell koncentrowała się na bezpośrednim inwestowaniu w konkretne zasoby specyficzne.

5.1.4. Innowacyjność i efektywność ekonomiczna

W zakresie innowacyjności Israel Corporation oraz Royal Dutch Shell prezentują bardzo różne wzorce działania. W Israel Corporation na podstawie raportów rocznych publikowanych przez firmę trudno określić jakiekolwiek wyraziste cele działalności badawczo-rozwojowej. Wiadomo natomiast, jakie są jej nakłady na badania i rozwój: w 2005 roku wyniosły one 31,14 mln USD, czyli 0,5% przychodów, zaś w 2008 roku były już ponad dwa razy wyższe w kwotach bezwzględnych – 64,0 mln USD – jednak ich udział w przychodach spadł do 0,3%. Ze sprawozdań firmy nie wiadomo nic o patentach będących jej własnością, podobnie jak patenty takie nie pojawiają się w dwóch największych urzędach patentowych świata: w Urzędzie Patentów i Znaków Towarowych USA oraz w Europejskim Urzędzie Patentowym. Jedynie w określonych w raportach rocznych zasadach rachunkowości podana jest informacja, iż wartość patentów i znaków towarowych nabytych w drodze fuzji, przejęć i wspólnych przedsięwzięć¹⁷ określa się na bazie zdyskontowanej wartości strumienia opłat licencyjnych, jakich nie poniesiono w efekcie nabycia tychże patentów i znaków towarowych wraz z całym przedsiębiorstwami.

W przypadku Royal Dutch Shell znaleźć można nieco więcej informacji na temat procesów innowacyjnych. Firma podaje wielkość swoich nakładów na badania i rozwój, kierunki swojej strategii innowacyjnej, a badania baz patentowych pozwalają określić w przybliżeniu efekty tejże działalności w postaci liczby wynalazków zgłoszonych do patentowania. Nakłady na działalność B+R w Royal Dutch Shell wyniosły 588 mln USD w 2005 roku oraz 1266 mln USD w 2008 roku, co stanowiło odpowiednio

¹⁷ Israel Corporation posługuje się w swoich sprawozdaniach określeniem angielskim „business combinations”, które obejmuje fuzje, przejęcia oraz joint-ventures.

0,2% oraz 0,3% przychodów firmy w tych latach. Biorąc za punkt odniesienia liczbę zgłoszeń patentowych składanych przez Royal Dutch Shell w Urzędzie Patentów i Znaków Towarowych USA, można ocenić liczbę możliwych do patentowania wynalazków na ok. 50 w roku 2005, 17 w roku 2006, 19 w roku 2007 i tylko jeden w roku 2008. Główne deklarowane przez firmę kierunki działalności B+R to: 1) rozwój metod poszukiwania, wydobywania oraz przetwarzania ropy i gazu, 2) kreowanie nowych produktów na bazie technologii przetwarzania ropy, gazu a także od niedawna biomasy, 3) ochronę środowiska ze szczególnym uwzględnieniem redukcji emisji gazów cieplarnianych.

Royal Dutch Shell to firma stosunkowo innowacyjna, natomiast Israel Corporation jest raczej skupiona na szybkim rozwoju nowych biznesów wokół innowacji dokonanych przez podmioty zewnętrzne. Z punktu widzenia procesów inwestycyjnych obie firmy obiektywnie rzecz biorąc rozwijają swoje zaplecze produkcyjne ponad proste odtworzenie ich wartości. W Israel Corporation inwestycje netto w środki trwałe, po odliczeniu amortyzacji, wyniosły 17,63 mln USD w 2005 roku i 509 mln USD w 2008 roku, w Royal Dutch Shell odpowiednie wartości wyniosły 3923 mln USD oraz 21 409 mln USD.

Z punktu widzenia efektywności ekonomicznej obie firmy są na zbliżonym poziomie, być może z lekką przewagą na korzyść Royal Dutch Shell. Jeżeli efektywność tą mierzyć wskaźnikiem rentowność netto (zysk netto dzielony przez przychody) oraz wskaźnikiem zwrotu z aktywów (zysk netto dzielony przez aktywa), to w przypadku Israel Corporation rentowność netto wynosiła 6,0% w roku 2005 i 5,9% w roku 2008, zaś zwrot z aktywów kształtował się na poziomie 6,2% w roku 2005 i 8,0% w roku 2008. Royal Dutch Shell wykazywała nieco wyższą rentowność netto jeszcze 3 lata temu – w 2005 roku wskaźnik ten wyniósł 8,6% – natomiast w 2008 roku była to rentowność zbliżona do Israel Corporation, tj. 5,8%¹⁸. Jej stopa zwrotu z aktywów wynosiła 12,0% w roku 2005 i 9,4% w roku 2008. W długim okresie Royal Dutch Shell wydaje się prowadzić biznes bardziej efektywny ekonomicznie od Israel Corporation.

Obie porównywane tu firmy prowadzą działalność innowacyjną stosunkowo mało obciążającą finansowo dla bieżącej działalności, przy czym w przypadku Israel Corporation można raczej mówić o nabywaniu gotowych efektów procesów innowacyjnych, iż o innowacyjności endogenicznej. Co zaskakujące, gigant jakim jest Royal Dutch Shell jest bardziej innowacyjny od swego o wiele mniejszego i szybciej rosnącego konkurenta.

¹⁸ Israel Corporation znajduje się w ścisłej światowej czołówce pod względem dynamiki wzrostu zysków. Z przedstawionych tu danych widać, że dynamika ta opiera się przede wszystkim na szybkich przejęciach innych firm, generujących duże zyski, a nie na szybkim wzroście rentowności.

5.1.5. Ryzyko korporacyjne

Przedział czasu, w jakim mieści się prowadzone tu porównanie obu firm – od roku 2005 do roku 2008 – to w światowej gospodarce przejście od prosperity do kryzysu. W punkcie wyjścia, w roku 2005, Royal Dutch Shell wykazywała wyższą niż Israel Corporation efektywność ekonomiczną i wyższe zaufanie inwestorów (mierzone wskaźnikiem q Tobina). Zarówno zagrożenia składające się na ryzyko krótkoterminowe, jak i te związane z ryzykiem długoterminowym wydawały się mniej wyraźne w przypadku większej i starszej z firm. W 2007 roku, wraz z pojawieniem się oznak światowego kryzysu, pojawiło się wspólne dla obu firm, egzogeniczne ryzyko systemowe. W tych warunkach Israel Corporation utrzymała stosunkowo stabilną bieżącą efektywność ekonomiczną, wysokie tempo akumulacji kapitału, polepszyła efektywność wykorzystania aktywów, stosunkowo obronną ręką wyszła z ogólnoswiatowych problemów z zaufaniem inwestorów na rynkach finansowych i szybko poszerzała swoje granice instytucjonalne, jednocześnie odnotowując wyraźne problemy z pozyskaniem gotówki na wszystkie zamierzone przedsięwzięcia. W tych samych warunkach zewnętrznych Royal Dutch Shell wykazała spadek efektywności ekonomicznej, powolniejszą akumulację kapitału, skurczenie swych granic instytucjonalnych oraz o wiele poważniejszy niż w przypadku Israel Corporation spadek zaufania inwestorów, jednakowoż zachowując dobrą płynność i nie mając problemów z gotówką.

Oceniając wyniki ekonomiczne obu firm w 2008 roku można by powiedzieć, że Royal Dutch Shell bardziej wchłonęła zewnętrzne zagrożenia systemowe niż Israel Corporation. Wyjątkiem jest płynność finansowa – w tym obszarze to Israel Corporation w o wiele większym stopniu skonsumowała zewnętrzne zagrożenia. Mamy do czynienia z dwoma różnymi paradygmatami ryzyka korporacyjnego. W przypadku Royal Dutch Shell jest to ryzyko nacechowane stosunkowo dużą wrażliwością na zewnętrzne zagrożenia w obszarze bieżącej efektywności ekonomicznej oraz długookresowej zdolności akumulacji kapitału, przy zachowaniu solidnej bazy finansowej. Israel Corporation to przeciwny paradygmat ryzyka korporacyjnego: stosunkowo „bezpieczna” efektywność ekonomiczna, duża odporność na długofalowe zaburzenia w akumulacji kapitału przy stosunkowo „miękkim podbrzuszu” w obszarze płynności.

Uderzające są wzajemne różnice między rodzajami ryzyka deklarowanymi przez obie firmy w ich raportach rocznych za 2008 rok¹⁹. W przypadku Israel Corporation jedynym ryzykiem uznawanym za kluczowe dla funkcjonowania firmy jest szeroko pojęte ryzyko cenowe, w tym także ryzyko kursowe. Z kolei **Royal Dutch Shell komunikuje o wiele bardziej złożony obraz ryzyka korporacyjnego**. Składają się nań:

- 1) ryzyko cenowe, ryzyko operacyjne związane z powodzeniem albo niepowodzeniem kluczowych projektów inwestycyjnych;

¹⁹ Chodzi tu o ryzyko opisywane i komunikowane inwestorom na gruncie wspólnej z nimi wiedzy o rozmiarach i naturze ryzyka systemowego wynikającego z globalnego kryzysu.

- 2) ryzyko prawne związane z zachodzącym właśnie procesem nacjonalizacji wielu złóż ropy i gazu na świecie poprzez oddanie ich w dzierżawę firmom państwowym w krajach ich lokalizacji;
- 3) ryzyko operacyjne związane z wizerunkiem firmy oraz z możliwymi konsekwencjami nadszarpnięcia tego wizerunku dla operacyjnego biznesu firmy oraz dla jej finansów;
- 4) ryzyko prawne związane z systematycznie zaostrażającymi się regulacjami prawnymi w zakresie ochrony środowiska;
- 5) ryzyko operacyjne związane ze zdarzeniami o znamionach katastrofy lub awarii, ryzyko prawne związane ze zróżnicowanym otoczeniem instytucjonalnym w ponad 100 krajach, gdzie firma jest obecna;
- 6) ryzyko prawne związane z możliwą utratą wpływu albo zmniejszeniem zakresu wpływu na funkcjonowanie licznych przedsięwzięć prowadzonych i finansowanych jako joint-ventures z niezależnymi podmiotami zewnętrznymi;
- 7) szczególne ryzyko operacyjne związane z funkcjonowaniem systemów teleinformatycznych;
- 8) ryzyko związane z niewystarczającą szybkością procesów innowacyjnych albo z ich niewłaściwym ukierunkowaniem – można to zakwalifikować do ryzyka strategicznego;
- 9) ryzyko ograniczonej dyspozycyjności odpowiednio wykwalifikowanych pracowników;
- 10) ryzyko systemowe związane z funkcjonowaniem światowych rynków, czyli obecnie z globalnym kryzysem gospodarczym;
- 11) ryzyko strategiczne wynikające z możliwości niewłaściwego oszacowania rozmiarów złóż ropy i gazu;
- 12) ryzyko prawne dla akcjonariuszy wynikające z ograniczonych możliwości dochodzenia swoich roszczeń wobec firmy oraz wobec innych akcjonariuszy (statut Royal Dutch Shell pozwala na dochodzenie takich roszczeń tylko w Holandii albo w Walii);
- 13) ryzyko prawne związane z faktem, że działalność praktycznie wszystkich spółek w korporacji Royal Dutch Shell jest poddana ścisłemu nadzorowi lokalnych władz antymonopolowych ze względu na skalę działalności oraz udział w rynku;
- 14) szczególne ryzyko prawne i operacyjne związane z operacjami Royal Dutch Shell w Nigerii, gdzie narastają niepokoje społeczne i destabilizuje się sytuacja polityczna;
- 15) szczególne ryzyko prawne i finansowe związane z faktem, że Royal Dutch Shell ma aktywa umiejscowione w Iranie i w Syrii, na które to kraje rząd USA nałożył sankcje; sankcje te mogą pośrednio uderzyć w interesy Royal Dutch Shell.

Ryzyka deklarowane przez obie firmy wydają się korespondować z ich reakcją na wspólne ryzyko systemowe. Israel Corporation ma problem w zasadzie tylko z płynnością i deklaruje jako kluczowe tylko ryzyko cenowe – to dość logiczne. Royal Dutch Shell ma problem z utrzymaniem wysokiej efektywności ekonomicznej oraz

z długookresową akumulacją kapitału, deklarując jednocześnie złożoną wiązkę ryzyk o zróżnicowanym charakterze.

5.1.6. Podsumowanie

– homeostaza i zmiana, dwie różne strategie korporacyjne

Porównano tu dwie firmy z tej samej branży, będące przynajmniej formalnie konkurentami jedna dla drugiej. Royal Dutch Shell, największa korporacja świata, wymienia na czterdziestym siódmym miejscu wśród swych konkurentów firmę Israel Corporation. Już na pierwszy rzut oka widać, że obie firmy różnią się wzajemnie między sobą praktycznie wszystkim. Royal Dutch Shell to największa korporacja świata o ponad stuletniej tradycji. W oparciu o jej technologie transportu morskiego ropy rozwijał się światowy handel tym surowcem. Jej początki to modelowa historia sukcesu w stylu wczesnego, dziewiętnastowiecznego kapitalizmu. Israel Corporation to firma stosunkowo młoda (przynajmniej w porównaniu z Royal Dutch Shell), powstała pod koniec lat sześćdziesiątych dwudziestego wieku na fali prywatyzacji dokonywanej przez rząd Izraela. Jej rozwój opierał się na równie szybkim rozwoju rynku kapitału dłużnego. Royal Dutch Shell to strategia instytucjonalnej homeostazy i koncentracji na kluczowych technologiach oraz kluczowych biznesach. Israel Corporation to strategia instytucjonalnej zmiany i nieustannej dywersyfikacji technologicznej i biznesowej.

Strategia instytucjonalnej homeostazy nacechowana jest stosunkowo powolnym tempem akumulacji kapitału połączonym z wyhamowaniem typowej dla korporacji skłonności do ekstensywnego wzrostu poprzez fuzje i przejęcia. Zmiany granic instytucjonalnych mają tu raczej charakter oscylacji niż zdecydowanej ekspansji. W obszarze inwestycji w aktywa widać skłonność do stopniowego podnoszenia ich płynności. W obszarze pozyskiwania kapitału homeostaza przejawia się stopniowym zwiększaniem roli tzw. długu rozmytego, czyli kontraktów łączących w sobie cechy typowego długu z cechami inwestycji. Przykładem może być coraz większa z upływem czasu rola zakładowego firmowego emerytalnego jako źródła kapitału. Jednocześnie strategia homeostazy odznacza się tendencją do stopniowego zmniejszania znaczenia kapitałów własnych względem kapitału dłużnego.

Dzieje się tak m.in. dlatego, że w celu zwiększenia atrakcyjności inwestycyjnej swoich akcji firma systematycznie je skupuje za atrakcyjną dla akcjonariuszy cenę, a następnie umarza. Konflikty interesów związane ze strategią homeostazy koncentrują się wokół redystrybucji stosunkowo dużego i stabilnego strumienia gotówki generowanej przez korporację. Ład korporacyjny jest tu typowo menedżerski, z bardzo silną pozycją i dużą dyskrecyjną władzą najmniej kadry kierowniczej, przy jednoczesnym rozmyciu władzy i wpływu akcjonariuszy. Strategia homeostazy wiąże się ze złożonym charakterem ryzyka korporacyjnego oraz ze stosunkowo mocną ekspozycją korporacji na egzogeniczne ryzyko systemowe. Istotnym aspektem ryzyka korporacyjnego jest tu kwestia racjonalnego kierunku i wystarczająco szybkiego tempa procesów innowacyjnych oraz kluczowych przedsięwzięć inwestycyjnych.

Strategia instytucjonalnej zmiany korporacyjnej przejawia się przede wszystkim szybką akumulacją kapitału i szybką ekspansją korporacyjną poprzez fuzje i przejęcia. Początkowo dość płynne aktywa wykazują skłonność do swego rodzaju zestalenia, podczas gdy po stronie pasywów początkowo bardzo duża rola kapitału dłużnego stopniowo zmniejsza się na rzecz kapitałów własnych. Akcji w obrocie przybywa (a nie ubywa, jak w przypadku strategii homeostazy), rola akcjonariuszy w ładzie korporacyjnym spółki jest duża, a ich władza jest bardzo realna. Ład ten skupia się na moderowaniu konfliktów interesów powstających wokół chronicznego braku gotówki potrzebnej dla finansowania wzrostu. Rola długu rozmytego w finansowaniu działalności jest stosunkowo niewielka. Ryzyko korporacyjne w strategii zmiany instytucjonalnej wydaje się być stosunkowo prostej natury i skupia się wokół zagrożeń cenowych, w tym tych związanych z kursem walut. Innowacyjność nie jest tu czynnikiem ryzyka, ani jeżeli chodzi o jej kierunek, ani odnośnie tempa zmian technologicznych. Strategia zmiany instytucjonalnej wydaje się bazować raczej na przejmowaniu i rozwijaniu cudzej myśli technicznej, niż na własnych, endogenicznych procesach innowacyjnych. To jednowymiarowe ryzyko korporacyjne czyni firmę stosunkowo odporną na egzogeniczne ryzyko systemowe.

5.2. Zastosowanie modelu strategii korporacyjnych do badań ilościowych – dynamiczna równowaga polskiego rynku kapitałowego

Instytucjonalny model strategii korporacyjnych opiera się w istotnej mierze na teorii dynamicznej równowagi Johna Nasha. Zastosowanie modelu do badań ilościowych w naturalny sposób ukierunkowane jest zatem na badanie całych rynków pod kątem występowania takiej właśnie równowagi oraz przesłanek dla jej zmiany. Polski rynek kapitałowy odzwierciedla mieszanekę aktualnych trendów światowych oraz właściwą dla rynków wschodzących szybką zmianę instytucjonalną. **Celem** prezentowanych tu badań było określenie, czy na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, traktowanej jako narodowy rynek kapitałowy, występuje dynamiczna równowaga w rozumieniu teorii Johna Nasha. Skonstruowano próbkę 79 spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, metodą losowego doboru z populacji całkowitej. Próbka ta reprezentuje ok. 20% całkowitej populacji. Sformułowano następującą, **główną hipotezę badawczą**: rynek kapitałowy może osiągnąć taki stan dynamicznej równowagi w rozumieniu teorii Nasha, że może zostać zdominowany przez korporacje o procesach akumulacji kapitału niezależnych od bieżącej efektywności ekonomicznej ich procesów wytwórczych. Krokiem pośrednim w weryfikacji głównej hipotezy w badanej próbce firm jest weryfikacja dwóch hipotez pomocniczych:

- **Hipoteza pomocnicza #1:** Badana próbka firm jest rynkiem kapitałowym doskonale heterogenicznym z punktu widzenia zdolności akumulacji kapitału, z asymetrią informacyjną, czyli długookresowa zdolność akumulacji kapitału, mierzona

dla każdej firmy średnią wartością q Tobina z obserwowanego szeregu czasowego, przyjmuje w próbie rozkład losowy.

- **Hipoteza pomocnicza #2:** Dla dowolnej firmy z badanej próbki krańcowa zdolność akumulacji kapitału mierzona krańcowym wskaźnikiem q Tobina, jest niezależna od krańcowej efektywności ekonomicznej jej procesów wytwórczych, mierzonej krańcowym wskaźnikiem rentowności operacyjnej.

5.2.1. Metoda badawcza

Zasadniczym okresem obserwacji był interwał czasowy od 1 stycznia 2001 roku do 31 grudnia 2007 roku. Objęto w ten sposób czas dużych zmian w polskiej gospodarce: kryzys lat 2001–2002, stopniowe wychodzenie z niego w latach 2003–2004, ożywienie gospodarcze lat 2005–2006, wraz z pierwszymi echemi światowego kryzysu finansowego w roku 2007. Z rozmysłem nie objęto analizą roku 2008 – był to czas szybko rozwijającego się kryzysu, który jest zjawiskiem jakościowo odrębnym od długookresowych procesów, które do niego doprowadziły. Bazując na dostępnej sprawozdawczości finansowej spółek, najkrótszym okresem obserwacyjnym jest jeden kwartał, w związku z tym w okresie objętym badaniami skonstruowano dla każdej ze spółek szereg czasowy obserwacji kwartalnych. Dobierając spółki losowo, skonstruowano próbkę firm o różnym stażu na warszawskiej giełdzie. Zawiera ona zarówno „weteranów”, jak i „nowicjuszy”. W związku z tym liczba obserwacji kwartalnych jest zróżnicowana w ramach próbki i waha się od 5 do 28 kwartałów. Oczywiście powstaje pytanie, czy badanie szeregów czasowych o tak różnej długości da porównywalne wyniki. Wydaje się, że porównywalność tą można częściowo zapewnić odpowiednimi narzędziami analitycznymi, z drugiej zaś strony ważne jest aby – kiedy mowa o rynku kapitałowym jako całości – objąć badaniami spółki o różnym charakterze. Pełna lista spółek wchodzących w skład próbki badawczej przedstawiona jest w aneksie (str. 240).

Dla każdej z badanych spółek dokonano obserwacji szeregów czasowych dwóch zmiennych: wskaźnika q Tobina jako miary długookresowej zdolności akumulacji kapitału oraz wskaźnika rentowności operacyjnej jako miary bieżącej efektywności ekonomicznej procesów wytwórczych. W obliczeniach posłużono się oficjalnymi sprawozdaniami finansowymi spółek oraz danymi na temat kursów ich akcji dostępnymi w serwisie internetowym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie²⁰.

Wstępem do analizy ekonometrycznej było, dla każdej z firm objętych badaniami, obliczenie średnich długookresowych, czyli średnich arytmetycznych z szeregu czasowego obserwacji kwartalnych, dla:

- 1) Komponentu kapitału akcyjnego wskaźnika q Tobina;
- 2) Komponentu kapitału dłużnego wskaźnika q Tobina;
- 3) Wskaźnika q Tobina;
- 4) Wskaźnika rentowności operacyjnej;

²⁰ www.gpw.com.pl.

Weryfikacja hipotezy H#1 polegała na analizie rozkładu średniej długookresowej wskaźnika q Tobina z punktu widzenia jego losowości. Przyjęto założenie, że rozkładem teoretycznym dobrze oddającym losowość jest rozkład normalny. Dla rozkładu empirycznego średnich arytmetycznych z szeregów czasowych wskaźnika q Tobina dla każdej z badanych firm obliczono kurtozę oraz skośność w celu określenia stopnia jego dopasowania do rozkładu normalnego. Interpretacja kurtozy oraz skośności jest w dużej mierze intuicyjna, tzn. powiedzenie, że dana wartość kurtozy czy skośności jest „niska” bądź „wysoka” jest oparte na nieostrych kryteriach. W związku z tym, dla pełniejszej weryfikacji hipotezy szczegółowej H#1 obliczono rozkłady: normalny oraz Poissona²¹ i przetestowano stopień dopasowania rozkładu empirycznego średnich arytmetycznych z szeregów czasowych wskaźnika q Tobina dla każdej z badanych firm do tych rozkładów teoretycznych²². Dla przetestowania stopnia dopasowania obliczono współczynnik dopasowania R^2 .

Przy weryfikacji hipotezy H#2 założono, że mamy tu dwa procesy: a) zmiany w czasie zdolności akumulacji kapitału, mierzonej wskaźnikiem q Tobina oraz b) zmiany w czasie efektywności ekonomicznej procesów wytwórczych, mierzonych wskaźnikiem rentowności operacyjnej. Gdyby między tymi procesami istniała zależność, to miałyby ona charakter współzmienności wartości krańcowych: „jeżeli efektywność ekonomiczna zmienia się o $x\%$, to zdolność akumulacji kapitału zmienia się o $y\%$ ”. W grę wchodzi zatem proporcjonalność wartości krańcowych, czyli zależność liniowa. Nie szukamy tu ani wartości optymalnej, ani zależności od czynników trzecich, więc zależność krzywoliniowa jest poza obszarem analizy. Niezależność stopy zwrotu od efektywności ekonomicznej weryfikuje się zatem poprzez przetestowanie hipotezy ekonometrycznej o braku zależności liniowej między szeregiem czasowym wskaźnika q Tobina, a szeregiem czasowym wskaźnika rentowności operacyjnej. W związku

²¹ Skonstruowanie tych rozkładów teoretycznych wymagało policzenia średniej arytmetycznej i odchylenia standardowego z rozkładu empirycznego. Może pojawić się w tym miejscu wątpliwość metodologiczna: czy jest sens obliczać średnią arytmetyczną z rozkładu średnich arytmetycznych. Podstawą do takiego wyliczenia jest teoria q Tobina. Wskaźnik q jest w tej teorii zawsze wartością średnią dla jakiegoś okresu. Średnie arytmetyczne z szeregów czasowych obserwacji kwartalnych wskaźnika q Tobina są tu uznawane za odzwierciedlenie długookresowej, skądinąd bezpośrednio nieobserwowalnej zdolności akumulacji kapitału. Obliczając średnią arytmetyczną z rozkładu średnich arytmetycznych obliczamy więc przeciętną rzeczywistą długookresową zdolność akumulacji kapitału w badanej próbie firm, co jest wręcz niezbędne w trakcie analizy rynku kapitałowego.

²² Losowość rozkładu może być rozumiana w różny sposób. Rozkład normalny uznaje się za podstawowy teoretyczny rozkład zmiennej losowej, jednak w praktyce jest on stosowany wtedy, kiedy losowość rozkładu uznaje się za efekt oddziaływania wspólnych czynników w całej badanej populacji, np. tak, jak bada się rozkład wzrostu mężczyzn w jakiejś społeczności. Z kolei rozkład Poissona jest zwany rozkładem rzadkich zdarzeń i zakłada, że zdarzenia są całkowicie niezależne również z punktu widzenia przyczynowości, tj. do ich wystąpienia doprowadziły niezależne ciągi zdarzeń. Stąd eksploracja heterogeniczności próbki za pomocą tych dwóch rozkładów teoretycznych pozwala pogłębić analizę.

z tym dla zweryfikowania hipotezy H#2 obliczono, dla każdej z firm w próbkę, współczynnik korelacji liniowej Pearsona między tymi dwoma szeregami czasowymi.

Weryfikacja obu hipotez badawczych pozwala uporządkować badany zbiór firm według średniej wartości q Tobina, dla badanych szeregów czasowych, oraz zależności między krańcowym wskaźnikiem q Tobina, a krańcowym wskaźnikiem rentowności operacyjnej. Uporządkowanie to odbywa się według następujących empirycznych modalności:

- 1) korelacja liniowa „ q Tobina \leftrightarrow rentowność operacyjna”: a) istotnie dodatnia, b) istotnie ujemna, c) nieistotna; zakłada się, że modalności(b) oraz(c) stanowią jedną klasę z punktu widzenia typologii strategii korporacyjnych sformułowanej w modelu;
- 2) wartość q Tobina uporządkowana według kwartyli jego rozkładu. Ponieważ rozkład ten traktuje się hipotetycznie jako losowy, nie można czynić żadnych szczególnych założeń odnośnie jego kształtu. Uporządkowanie według miar pozycyjnych takich, jak kwartyle wydaje się w takiej sytuacji najwłaściwsze.

Skrzyżowanie tych dwóch modalności daje macierz modalności krzyżowych, jak pokazana poniżej:

Modalność korelacji liniowej „ q Tobina \leftrightarrow rentowność operacyjna”	Pierwszy kwartył rozkładu q Tobina	Drugi kwartył rozkładu q Tobina	Trzeci kwartył rozkładu q Tobina	Czwarty kwartył rozkładu q Tobina
<i>Istotna dodatnia</i>				
<i>Istotna ujemna</i>				
<i>Nieistotna</i>				

Uporządkowanie badanego zbioru w takiej macierzy otwiera możliwość weryfikacji głównej hipotezy badawczej poprzez określenie, jaki typ strategii korporacyjnej, według założeń modelu, dominuje w badanej próbce. Uporządkowanie to otwiera jednocześnie pole eksploracji w zakresie uwarunkowań strategii korporacyjnych. Eksploracja dotyczy szeroko pojętego ładu korporacyjnego w ujęciu właścicielskim, tzn. strategię korporacyjną bada się w kontekście struktury akcjonariatu spółek. Wszystkie badane spółki funkcjonują w tym samym otoczeniu normatywnym polskiego prawa oraz przyjętych na GPW dobrych praktyk korporacyjnych. Struktura akcjonariatu może wpływać na praktyczne stosowanie norm ładu korporacyjnego oraz na strategię korporacyjną. Z tego względu dla każdej z 79 badanych spółek określono strukturę jej akcjonariatu, w oparciu o publikowane sprawozdania spółki, na koniec okresu badawczego (31/12/2007) ze względu na następujące zmienne:

- 1) Udział free float, czyli akcji należących do drobnych inwestorów;
- 2) Udział inwestorów finansowych²³ w akcjonariacie, uprzywilejowanie ich akcji (liczbę głosów na jedną akcję) oraz udział inwestorów finansowych w głosach WZA;

²³ Za inwestora finansowego uznawano tu instytucję finansową – bank, fundusz inwestycyjny itp. – o ile szczególnie uprzywilejowanie jej akcji nie wskazywało na jej pozycję jako inwestora strategicznego.

- 3) Udział inwestorów strategicznych²⁴ w akcjonariacie, uprzywilejowanie ich akcji oraz ich udział w głosach WZA;
- 4) Udział akcji pracowniczych i menedżerskich w akcjonariacie²⁵;

Następnie porównano średnie wartości zmiennych(a) –(d) dla spółek należących do poszczególnych pól pokazanej powyżej macierzy. Poszukiwano istotnych różnic między poszczególnymi polami, wskazujących na istnienie związku między strukturą akcjonariatu, a strategią korporacyjną. Interpretację owych różnic oparto na następujących założeniach:

- Drobni akcjonariusze zaliczający się do free float oraz inwestorzy finansowi są zainteresowani tym, jaką krótkookresową strategię inwestycyjną przyjąć odnośnie walorów spółki: trzymać, kupować czy sprzedawać; są zainteresowani przede wszystkim komponentem akcyjnym wskaźnika q Tobina, czyli relacją kapitalizacji giełdowej do wartości aktywów; to jest dla nich miarą względnej atrakcyjności inwestycyjnej papierów wartościowych spółki; jednocześnie nie interesuje ich długookresowa zdolność firmy do akumulacji kapitału sama w sobie; mogą być zainteresowani efektywnością ekonomiczną procesów wytwórczych (rentownością operacyjną) w sposób pośredni.
- Pracownicy, kadra zarządzająca oraz inwestorzy strategiczni są zainteresowani przede wszystkim fundamentalnym aspektem działalności firmy, czyli długookresową zdolnością akumulacji kapitału oraz efektywnością ekonomiczną procesów wytwórczych;

5.2.2. Wyniki badań oraz ich interpretacja

Rozkład średnich arytmetycznych z szeregów czasowych wskaźnika q Tobina w badanej próbie wykazuje spore podobieństwo do rozkładu normalnego, z zauważalnym skupieniem wokół wartości średnich i dość słabo rozbudowanymi krańcami (dotyczy to szczególnie krańca lewego, dla wartości niskich). Kurtoza rozkładu wynosi 15,97839179, skośność 3,427083662 (prezentacja graficzna rys. 2; szczegółowy rozkład tabela 30²⁶).

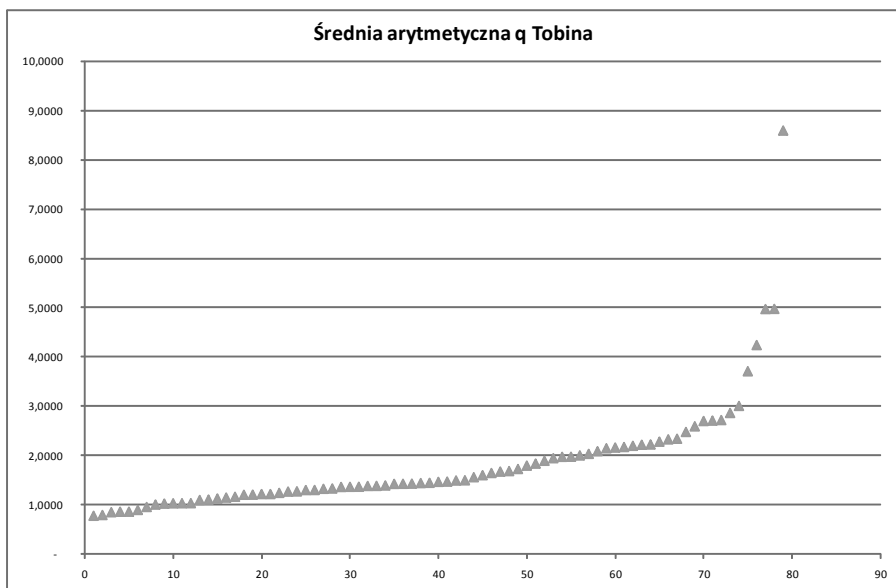
Rozkład empiryczny wykazuje dopasowanie do rozkładu normalnego przy współczynniku dopasowania $R^2 = 0,7541$ oraz dopasowanie do rozkładu Poissona przy współczynniku dopasowania $R^2 = 0,6559$.

²⁴ Za inwestorów strategicznych uznano: a) osoby fizyczne lub prawne posiadające ponad 5% akcji, b) osoby fizyczne lub prawne posiadające akcje uprzywilejowane co do głosu, c) Skarb Państwa. Oczywiście, Skarb Państwa może traktować udziały w niektórych spółkach jako strategiczne, jednak nie reprezentuje żadnej konkretnej strategii technologicznej.

²⁵ Za akcje pracownicze lub menedżerskie uznano wszystkie nieumorzona akcje należące do serii, odnośnie których wyraźnie stwierdzono ich przeznaczenie dla pracowników lub członków zarządu.

²⁶ Tabele zawierające szczegółowe dane empiryczne oraz wyniki badań znajdują się w Aneksie na końcu książki.

Rysunek 2. Średnie arytmetyczne szeregów czasowych wskaźnika q Tobina w badanej próbce



Źródło: opracowanie własne.

W wyniku analizy **korelacji między szeregami czasowymi: wskaźnika rentowności operacyjnej oraz wskaźnika q Tobina**, otrzymano (patrz również **tabela 33**):

- 1) 9 firm, w przypadku których korelacja była **istotnie ujemna**: Ambra $r = -0,782218$; Bakalland $r = -0,674609$; PCGuard $r = -0,650153$; Boryszew $r = -0,572960$; Teta $r = -0,505672$; Mieszko $r = -0,438670$; PBG $r = -0,420156$; Comp $r = -0,386417$; Yawal $r = -0,359651$;
- 2) 47 firm, dla których korelacja była **nieistotna**: Krosno $r = -0,295089$; Betacom $r = -0,288226$; Alchemia $r = -0,281340$; Eurocash $r = -0,255938$; BankierPL $r = -0,231166$; PGNiG $r = -0,208692$; PGF $r = -0,202426$; Mediatel $r = -0,186774$; One2One $r = -0,181954$; Kęty $r = -0,169827$; Indykpol $r = -0,161373$; Optimus $r = -0,132648$; Swarzędz $r = -0,131522$; Netia $r = -0,129233$; Irena $r = -0,116734$; Talex $r = -0,109348$; Hyperion $r = -0,095980$; Cersanit $r = -0,095787$; Budimex $r = -0,056990$; Rafako $r = -0,043507$; Alma $r = -0,034757$; Energopol Południe $r = -0,030474$; Techmex $r = -0,019491$; Wandalex $r = 0,007536$; ATM Grupa $r = 0,011259$; Prokom $r = 0,031480$; MNI $r = 0,037128$; Polimexms $r = 0,044053$; Apator $r = 0,049077$; TPSA $r = 0,055389$; Ropczyce $r = 0,071580$; Puławy Zakłady Azotowe $r = 0,097012$; Echo Investment $r = 0,097040$; ATM $r = 0,135592$; Atlanta Poland $r = 0,137037$; Bioton $r = 0,152023$; Elektrobudowa $r = 0,153675$; Grajewo

$r = 0,154512$; Spray $r = 0,159243$; TVN $r = 0,172209$; IB System $r = 0,207174$; Orbis $r = 0,208565$; Asseco Polska $r = 0,211387$; LZPS $r = 0,233360$; Simple $r = 0,236288$; ABPL $r = 0,241398$; Żywiec $r = 0,296376$;

- 3) 23 firmy, dla których korelacja była **istotnie dodatnia**: Dębica $r = 0,300083$; Sygnity $r = 0,312791$; Polnord $r = 0,313031$; AMICA $r = 0,313493$; Lotos $r = 0,327251$; GTC $r = 0,334015$; Groclin $r = 0,348338$; IGroup $r = 0,350460$; Wasko $r = 0,351160$; Vistula $r = 0,358698$; Comarch $r = 0,374265$; Macrologic $r = 0,377731$; PKN Orlen $r = 0,385591$; Instal Lublin $r = 0,406878$; ABG Spin $r = 0,407099$; Agora $r = 0,413080$; Novitus $r = 0,447167$; Kruk $r = 0,489487$; Elzab $r = 0,528870$; Wawel $r = 0,558553$; KGHM $r = 0,687003$; Intercars $r = 0,761488$; Świecie $r = 0,764073$;

W efekcie powyższej analizy korelacji otrzymano podział modalny badanej próbki, jak w tabeli poniżej (tabela 28).

Tabela 28. Rozkład badanej próbki firm według: a) modalności korelacji liniowej „ q Tobina <> rentowność operacyjna” oraz b) kwartyli q Tobina

Modalność korelacji liniowej „ q Tobina <> rentowność operacyjna”	Pierwszy kwartył rozkładu q Tobina	Drugi kwartył rozkładu q Tobina	Trzeci kwartył rozkładu q Tobina	Czwarty kwartył rozkładu q Tobina
Istotna dodatnia	Elzab, AMICA, Lotos, PKN Orlen, Instal Lublin, GTC	KGHM, Dębica	Groclin, Wawel, Polnord, ABG Spin, Vistula, Wasko, Świecie, Kruk, Intercars, Sygnity	Novitus, Agora, Macrologic, Comarch, IGroup
Istotna ujemna	PCGuard, Yawal, Boryszew	Mieszko, Ambra	Comp	Bakalland, PBG, Teta
Nieistotna	Krosno, Kęty, Ropczyce, Netia, Orbis, Energopol Południe, PGNiG, Rafako, Irena, Talex, Puławy Zakłady Azotowe	Techmex, Grajewo, Indykpol, LZPS, TPSA, Echo Investment, PGF, Alma, Apator, Simple, Budimex, Polimexms, Cersanit, MNI, ABPL, Elektrobudowa	Wandalex, Mediatel, Betacom, Atlanta Poland, Prokom, Hyperion, Asseco Polska, Optimus, TVN	Eurocash, IB System, Swarzędz, Żywiec, ATM, Bioton, Spray, One2One, Alchemia, BankierPL, ATM Grupa

Źródło: opracowanie własne.

Większość firm z badanej próbki skupia się w obszarze istotnej ujemnej oraz nieistotnej modalności korelacji liniowej Pearsona między szeregiem czasowym wskaźnika q Tobina, a szeregiem czasowym wskaźnika rentowności operacyjnej.

Średni udział akcji *free float* w akcjonariacie badanych spółek jest mniej więcej wyrównany w poszczególnych polach macierzy (tabela 38, s. 249). Jeżeli chodzi

o udział inwestorów finansowych w akcjonariacie, uprzywilejowanie ich akcji oraz wynikający z tego udział w głosach (tabela 39–41, s. 249–250) to pozycja inwestorów finansowych jest szczególnie mocna w spółkach z pierwszego kwartyła rozkładu wskaźnika q Tobina i relatywnie najsłabsza w spółkach z trzeciego kwartyła. W spółkach cechujących się istotnie dodatnią korelacją „ q Tobina \leftrightarrow rentowność operacyjna” pozycja inwestorów finansowych jest nieco słabsza niż w spółkach zaliczających się do pozostałych modalności tej korelacji.

Średni udział akcji pracowniczych i menedżerskich (tabela 42, s. 250) w spółkach należących do poszczególnych pól macierzy wydaje się być rozłożony losowo. Z kolei rozkład zmiennych opisujących pozycję inwestorów strategicznych – średniego udziału w akcjonariacie, średniego uprzywilejowania akcji oraz średniego udziału w głosach WZA (tabela 43–45, s. 251) – wskazuje na pewną prawidłowość: najmocniejszą pozycję inwestorów strategicznych wykazują spółki z trzeciego kwartyła rozkładu wskaźnika q , najsłabszą zaś spółki z pierwszego kwartyła; jednocześnie spółki wykazujące istotnie dodatnią korelację „ q Tobina \leftrightarrow rentowność operacyjna” wykazują nieco mocniejszą pozycję inwestorów strategicznych niż spółki zaliczające się do pozostałych jej modalności.

Rozkład średnich arytmetycznych z szeregów czasowych wskaźnika q Tobina poszczególnych firm z próbki jest bliski losowego i raczej skupiony wokół wartości średnich. Kształt rozkładu wskazuje, że badana próbka jest rynkiem kapitałowym doskonale heterogenicznym z asymetrią informacyjną. Z punktu widzenia procesów kształtujących heterogeniczność rynku i asymetrię informacyjną można założyć względną spójność tych procesów dla wszystkich firm, o czym świadczy ściślejsze dopasowanie rozkładu empirycznego do rozkładu normalnego, niż do rozkładu Poissona. Podsumowując, prawdziwa jest hipoteza H#1, zgodnie z którą badana próbka firm jest rynkiem kapitałowym doskonale heterogenicznym z punktu widzenia zdolności akumulacji kapitału, z asymetrią informacyjną, czyli długookresowa zdolność akumulacji kapitału, mierzona dla każdej firmy średnią wartością q Tobina z obserwowanego szeregu czasowego, przyjmuje w próbkę rozkład losowy.

Analiza korelacji między szeregami czasowymi: wskaźnika rentowności operacyjnej oraz wskaźnika q Tobina wykazała, że dla większości firm z badanej próbki (47/80 = 58,75%) prawdziwa jest hipoteza H#2, zgodnie z którą dla dowolnej firmy z badanej próbki krańcowa zdolność akumulacji kapitału mierzona krańcowym wskaźnikiem q Tobina, jest niezależna od krańcowej efektywności ekonomicznej jej procesów wytwórczych, mierzonej krańcowym wskaźnikiem rentowności operacyjnej.

W kontekście weryfikacji hipotez H#1 oraz H#2 można stwierdzić, że **prawdziwa jest główna hipoteza badawcza**, zgodnie z którą rynek kapitałowy może osiągnąć taki stan dynamicznej równowagi w rozumieniu teorii Nasha, że może zostać zdominowany przez korporacje dla których długookresowa zdolność akumulacji kapitału jest niezależna od bieżącej efektywności ekonomicznej ich procesów wytwórczych.

Ciekawych obserwacji dostarcza analiza tego, które firmy zaliczyły się do poszczególnych podzbiorów utworzonych w wyniku skrzyżowania modalności korelacji

„ q Tobina \leftrightarrow rentowność operacyjna” oraz kwartyli rozkładu wskaźnika q Tobina. W obszarze odpowiadającym **stosunkowo niskiej zdolności akumulacji kapitału oraz istotnie dodatniej zależności między akumulacją, a efektywnością ekonomiczną procesów wytwórczych** znalazły się: Elzab, AMICA, Lotos, PKN Orlen, Instal Lublin, GTC, KGHM, Dębica. W obszarze podobnej zależności „akumulacja \leftrightarrow efektywność” przy **stosunkowo wysokiej zdolności akumulacji kapitału** znajdują się z kolei: Groclin, Wawel, Polnord, ABG Spin, Vistula, Wasko, Świecie, Kruk, Intercars, Sygnity, Novitus, Agora, Macrologic, Comarch, IGroup. **Stosunkowo niska zdolność akumulacji kapitału przy istotnie ujemnej albo nieistotnej zależności „akumulacja \leftrightarrow efektywność”** cechuje: PCGuard, Yawal, Boryszew, Mieszko, Ambra, Krosno, Kęty, Ropczyce, Netia, Orbis, Energopol Południe, PGNiG, Rafako, Irena, Talex, Puławy Zakłady Azotowe, Techmex, Grajewo, Indykpol, LZPS, TPSA, Echo Investment, PGF, Alma, Apator, Simple, Budimex, Polimexms, Cersanit, MNI, ABPL, Elektrobudowa. Wreszcie **stosunkowo wysoką zdolność akumulacji kapitału przy istotnie ujemnej albo nieistotnej zależności „akumulacja \leftrightarrow efektywność”** wykazują: Comp, Bakalland, PBG, Teta, Wandalex, Mediatel, Betacom, Atlanta Poland, Prokom, Hyperion, Asseco Polska, Optimus, TVN, Eurocash, IB System, Swarzędz, Żywiec, ATM, Bioton, Spray, One2One, Alchemia, BankierPL, ATM Grupa.

Rozkład firm w próbie między powyższe modalności pozwala mówić o pewnych typowych strategiach korporacyjnych. Firmy z branż surowcowych oraz przemysłu ciężkiego i budownictwa reprezentują najczęściej strategię o stosunkowo niskiej zdolności akumulacji kapitału. Firmy z branż wysoce innowacyjnych (informatyki, biotechnologii, mediów) odznaczają się z kolei wysoką zdolnością akumulacji. Firmy wytwarzające dobra konsumenckie wydają się być rozproszone między typami strategicznymi.

Jednocześnie nie ma wyraźnej prawidłowości branżowej między poszczególnymi modalnościami korelacji „ q Tobina \leftrightarrow rentowność”. Na rynkach dóbr zaopatrzeniowych (*business to business*) długookresowa zdolność akumulacji kapitału jest ogólnie rzecz biorąc tym niższa, im mniejsza innowacyjność w danej branży. Na rynkach dóbr konsumenckich brak takiej zależności. Stosunkowo duży udział w akcjonariacie i głosach WZA inwestorów strategicznych, przywiązujących dużą wagę do długookresowej zdolności akumulacji kapitału oraz do efektywności ekonomicznej procesów wytwórczych, wydaje się sprzyjać dużej zdolności akumulacji kapitału. Stosunkowo słabsza pozycja inwestorów strategicznych wydaje się wiązać z niższą zdolnością akumulacji kapitału, udział inwestorów finansowych w akcjonariacie wydaje się działać w sposób podobny. Zgodnie z założeniami modelu strategii korporacyjnych można tą zależność interpretować tak, że w badanej próbie firm najwyraźniej rozpowszechniona jest dynamiczna równowaga w obszarze ładu korporacyjnego. W konsekwencji indywidualne strategie akcjonariuszy mają stosunkowo wyraźne przełożenie na strategię korporacyjną całej firmy. Udział drobnych akcjonariuszy, zaliczanych do *free float* oraz udział pracowników i kadry kierowniczej w akcjonariacie wydają się nie mieć związku ze strategią korporacyjną.

W zestawieniu z wcześniej sformułowanymi wnioskami odnośnie roli inwestorów strategicznych oraz inwestorów finansowych można postawić tezę, że na polskim rynku kapitałowym dominuje ład korporacyjny skupiony na interesach dużych akcjonariuszy, ze stosunkowo słabą pozycją akcjonariuszy drobnych.

Jeżeli stosować konsekwentnie teorię q Jamesa Tobina, należy całą badaną próbkę potraktować jako **wiązkę aktywów**. Licząc dla każdej firmy średnią długookresową wartość księgową aktywów z okresu obserwacyjnego i sumując następnie te średnie długookresowe, otrzymujemy łączną wartość **152,14 mld zł**. W ramach tej sumy 89,2% skupia się w spółkach należących do pierwszych dwóch kwartyli rozkładu wskaźnika q Tobina, a 63,5% skupia się w obszarach: istotnej ujemnej oraz nieistotnej modalności korelacji „ q Tobina \leftrightarrow rentowność operacyjna”. Największe skupiska aktywów to:

- 1) w pierwszym kwartylu rozkładu wskaźnika q Tobina obszar istotnej dodatniej modalności korelacji „ q Tobina \leftrightarrow rentowność operacyjna”, czyli obszar **strategii korporacyjnej typu I** – 25,5% sumy aktywów próbki;
- 2) w pierwszych dwóch kwartylach rozkładu wskaźnika q Tobina, w obszarze nieistotnej modalności korelacji „ q Tobina \leftrightarrow rentowność operacyjna”, czyli obszar **strategii korporacyjnej typu III** – 55,1% sumy aktywów próbki.

Z punktu widzenia założeń modelu strategii korporacyjnych, w badanym okresie (01.01.2001–31.12.2007) badana próbka była w stanie równowagi nietrwałej²⁷, z większością aktywów skupionych w obszarze stosunkowo niskiej, a więc niezadawalającej zdolności akumulacji kapitału. Jest to stan, w którym większość graczy dąży do zmiany reguł gry i do osiągnięcia nowego stanu równowagi. Jednocześnie można zauważyć, że znakomita większość aktywów zgromadzonych w badanej próbce, właśnie owe 89,2% aktywów w spółkach z pierwszych dwóch kwartyli rozkładu wskaźnika q , jest zarządzanych przy silnej pozycji inwestorów finansowych w akcjonariacie i przy stosunkowo słabej pozycji inwestorów strategicznych. Większość aktywów w badanej próbce zarządzanych jest na podstawie strategii ukierunkowanej na krótkookresową atrakcyjność inwestycyjną, z relatywnym zaniedbaniem długookresowej zdolności akumulacji kapitału oraz efektywności ekonomicznej procesów wytwórczych. Jednocześnie te spółki, które wykazują stosunkowo wysoką długookresową zdolność akumulacji kapitału, zdają się ją osiągać właśnie w oparciu o budowanie wizerunku wobec inwestorów, a nie w oparciu o logiczne powiązanie „technologia \leftrightarrow akumulacja”.

²⁷ Równowagi nietrwałej nie należy mylić z równowagą dynamiczną Nasha, której sytuacja uczestników gry stale się zmienia, ale zmienia się według takich samych reguł. Równowaga nietrwała oznacza, że reguły gry w każdej chwili mogą ulec zmianie, bo większość uczestników gry nie potrafi stosować skutecznych strategii według tych reguł.

Podsumowanie i wnioski końcowe

Autorowi niniejszej książki przyświecały dwa cele. Pierwszym było określenie metod badania i przewidywania decyzji inwestycyjnych korporacji z zastosowaniem aparatu pojęciowego nowej ekonomii instytucjonalnej. Drugi – to integracja różnych teorii składających się na ten nurt w jednym modelu działalności korporacji. Przesłanki, które pozwoliły na konstrukcję modelu, poza analizą literatury, zostały zaczerpnięte z krytycznej obserwacji poszczególnych aspektów działalności szesnastu różnych korporacji (Royal Dutch Shell, Exxon Mobil, ING Group, Japan Post, General Electric, General Motors, Boeing, Lockheed Martin, Eastman Kodak, Ford Motor, Akzo Nobel, Belvedere, Grupa Kęty, Bioton, IBM, Suncor Energy) oraz z analizy wybranych regulacji normatywnych w zakresie dobrych praktyk korporacyjnych. Model oparto na pojęciu strategii, określanej na sposób behawioralny jako zbiór zachowań. Za najważniejsze zachowania korporacji uznano tu decyzje inwestycyjne korporacji. Decyzje te są racjonalne, lecz nieoptymalne, podejmowane są w warunkach ryzyka, w wyniku kolektywnego procesu moderacji obiektywnych konfliktów interesów pomiędzy interesariuszami korporacji.

W celu formalizacji modelu wykorzystano nowatorskie połączenie trzech nagrodzonych Nagrodą Nobla w zakresie ekonomii teorii gier: dynamicznej równowagi Johna Nasha, gier z niedoskonałą informacją Johna Harsanyi'ego oraz gry ekstensywnej Reinharda Seltena. W modelu tym behawioralnie pojęte strategie korporacyjne są zbiorami zachowań racjonalnych, lecz nieoptymalnych, podporządkowanych wielokryterialnej funkcji celu o zróżnicowanej wadze poszczególnych kryteriów i największej wadze przypisywanej zachowaniu ciągłości instytucjonalnej korporacji, w drugiej kolejności moderacji wewnętrznych konfliktów interesów, a dopiero w dalszej kolejności – maksymalizacji efektywności gospodarowania środkami produkcji.

Z punktu widzenia formalnych rozwiązań modelu instytucjonalna ciągłość korporacji opiera się na równoczesnym rozgrywaniu czterech różnych gier o niedoskonałej informacji: gry rynku kapitałowego, gry ładu korporacyjnego, gry rynków produktowych oraz gry interakcji korporacji z szerszym otoczeniem społecznym. Każda z tych gier jest uwarunkowana historycznie jako gra podrzędna w grze ekstensywnej Seltena o niedoskonałej pamięci. Kwestią kluczową z uwagi na sposób rozgrywania tych gier przez poszczególnych graczy jest istnienie dynamicznej równowagi między ich indywidualnymi strategiami.

W oparciu o model przeprowadzono badania jakościowe oraz ilościowe. W zakresie **badan jakościowych** przeprowadzono porównawczą analizę przypadków

dwóch firm z sektora paliwowo-energetycznego: największej na świecie Royal Dutch Shell oraz czterdziestej siódmej pod względem wielkości Israel Corporation. Celem badania jakościowego było określenie, czy w jednym i tym samym sektorze, gdzie mogą występować korzyści skali, zachowania korporacji dużej będą radykalnie odmiennie od zachowania korporacji istotnie mniejszej. Przyjęto **hipotezę** różnicową pozytywną, zgodnie z którą proces podejmowania i treść decyzji inwestycyjnych największej korporacji w sektorze, gdzie mogą występować korzyści skali, jest istotnie jakościowo odmienna od procesu podejmowania i treści decyzji inwestycyjnych korporacji znacząco mniejszej. Hipotezę zweryfikowano za pomocą danych obu firm na temat: procesów akumulacji kapitału oraz jego przepływów, ładu korporacyjnego, zmian granic instytucjonalnych, innowacyjności i efektywności ekonomicznej oraz ryzyka korporacyjnego.

Odnosnie **badania ilościowych** zastosowano model strategii korporacyjnych w celu określenia, czy na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, traktowanej jako narodowy rynek kapitałowy, występuje dynamiczna równowaga w rozumieniu teorii Johna Nasha. W badaniach tych, którymi objęto próbkę 79 spółek notowanych na GPW, poddano weryfikacji **hipotezę badawczą**, zgodnie z którą rynek kapitałowy może osiągnąć taki stan dynamicznej równowagi w rozumieniu teorii Nasha, że może zostać zdominowany przez korporacje o procesach akumulacji kapitału niezależnych od bieżącej efektywności ekonomicznej ich procesów wytwórczych. Obejmując obserwację okres od 1 stycznia 2001 roku do 31 grudnia 2007 roku, uwzględniono czas dużych zmian w polskiej gospodarce: kryzys lat 2001–2002, stopniowe wychodzenie z niego w latach 2003–2004, ożywienie gospodarcze lat 2005–2006 oraz pierwsze echa światowego kryzysu finansowego w roku 2007. Dla każdej z badanych spółek dokonano obserwacji szeregów czasowych dwóch zmiennych: wskaźnika q Tobina jako miary długookresowej zdolności akumulacji kapitału oraz wskaźnika rentowności operacyjnej jako miary bieżącej efektywności ekonomicznej procesów wytwórczych. Rozkład średniej długookresowej wskaźnika q Tobina zbadano z punktu widzenia jego losowości oraz przetestowano hipotezę ekonometryczną o braku zależności liniowej między szeregiem czasowym wskaźnika q Tobina, a szeregiem czasowym wskaźnika rentowności operacyjnej. Poza samą weryfikacją hipotezy badawczej dokonano tu również bardziej otwartej eksploracji szeroko pojętego ładu korporacyjnego w ujęciu właścicielskim, tzn. strategię korporacyjną zbadano w kontekście struktury akcjonariatu spółek.

Książka niniejsza wnosi do nauk ekonomicznych nowe, zintegrowane spojrzenie na możliwe zastosowania nowej ekonomii instytucjonalnej jako podstawy badań empirycznych. Zastosowanie teorii gier jako podstawy formalnej modelu otwiera bowiem możliwość pogodzenia postulatu dążenia do optymalnych efektów ekonomicznych – znanego z ekonomii klasycznej oraz z niektórych rozwinięć nowej szkoły instytucjonalnej – z założeniem o niemożności takiej optymalizacji na skutek ograniczonej racjonalności. Przyjęte tu rozwiązanie formalne – system społeczny jako zbiór odrębnych gier, a nie jedna gra obejmująca wszystkie zjawiska – pozwala również

modelować, przy teorii gier jako podstawie formalnej modelu, systemy społeczne o bardzo dużej złożoności. Od strony praktycznej model otwiera radykalnie nową perspektywę na prognozowanie przyszłych działań wielkich korporacji, a co za tym idzie przyszłych zmian w całych sektorach gospodarki. Model wyraźnie pokazuje różnice między sposobem prognozowania decyzji inwestycyjnych małych prywatnych firm, a tworzeniem analogicznych prognoz dla dużych firm, firm notowanych na publicznych giełdach papierów wartościowych. Model jasno wskazuje, jakie mechanizmy wewnętrzne oraz jakie relacje ze światem zewnętrznym kształtują działalność korporacji. Korporacja nie jest już tutaj „czarną skrzynką”, lecz strukturą społeczną, a głównymi wyznacznikami jej przyszłych działań są: stopień nasilenia wewnętrznych i zewnętrznych konfliktów interesów oraz możliwość budowania strategii o przewidywalnych efektach.

Korporacje są zdolne zachować ciągłość instytucjonalną w zmiennym otoczeniu, cechują się zdolnością do szybkiej ekspansji i osiągania bardzo dużych rozmiarów w sensie organizacyjnym. W ramach tej ciągłości i ekspansji ścierają się interesy wielu różnych podmiotów, których wzajemne kontrakty tworzą korporację w sensie instytucjonalnym. Ład korporacyjny, funkcjonowanie rynku kapitałowego oraz rynków produktowych, w tym premia za zarządzanie ryzykiem innowacyjnym, ryzyko korporacyjne oraz relacje korporacji z szerszym otoczeniem społecznym są podstawowymi obszarami, w których należy szukać szczególnych cech działalności konkretnej korporacji.

Ład korporacyjny jest obszarem ciągłych konfliktów interesów, konflikty te rzadko kiedy – prawie nigdy – nie prowadzą do rozpadu korporacji, jednak mogą prowadzić do relatywnego zarzucenia planów rozwojowych oraz procesów innowacyjnych na rzecz zachowań bardziej konserwatywnych, skupionych na różnicowaniu ryzyka i zarządzaniu zasobami finansowymi.

Rynki produktowe prawie nigdy nie pozwalają na osiąganie jednoznacznych, liniowych korzyści skali tak, jak to ujmuje klasyczna mikroekonomia. Zwiększanie rentowności dzięki zwiększaniu skali działalności może być co najwyżej jednym z elementów procesów rozwojowych, nigdy ich rdzeniem.

Efekty ekonomiczne procesów innowacyjnych są bardzo zróżnicowane i niepewne, duży wysiłek badawczo-rozwojowy niekoniecznie jest gwarantem sukcesu, a ten ostatni jest w dużej mierze determinowany przez stan rynków produktowych – przez ich poziom nasycenia zróżnicowanymi produktami. Rynek kapitałowy nie premiuje w sposób jednoznaczny zachowań korporacji ukierunkowanych na rozwój technologiczny, natomiast może premiować operacje czysto finansowe, takie jak np. operacje typu *buy-back* czyli skup akcji przez korporację od akcjonariuszy, po atrakcyjnych cenach, w celu umorzenia tychże akcji, ze skutkiem w postaci zmniejszenia kapitałów własnych. Ryzyko korporacyjne jest rzadko kiedy całościowo oceniane przez rynki kapitałowe, które mają skłonność do premiowania operacji czysto finansowych typu *hedging* – różnicujących źródła ryzyka bez rzeczywistego zmniejszania go – natomiast rzadko kiedy premią ryzyko związane z szybkim rozwojem technologicznym.

Największe korporacje świata wydają się mieć graniczną wielkość, możliwą do osiągnięcia przez pojedynczą firmę bez zagrożenia rozpadem. Widać wyraźne zróżnicowanie między strategiami takich gigantów – jak np. Royal Dutch Shell – a strategiami ich o wiele mniejszych rywali.

Korporacje funkcjonują w sposób optymalny, sprzyjający postępowi technicznemu i zrównoważonemu rozwojowi wtedy, kiedy większość interesariuszy osiąga zadowalające korzyści ekonomiczne dzięki logicznym i racjonalnym strategiom. „Logicznym i racjonalnym” czyli takim, w których zachowana jest fundamentalna logika prakseologii: lepsze metody działania dają lepsze efekty. Stan taki to dynamiczna równowaga Nasha. Może ona być zakłócona przede wszystkim przez strukturalne usztywnienie gry, kiedy jej uczestnicy „okopują” się na istniejących pozycjach, tworzą się struktury kumulacji przywilejów, a prakseologiczna logika strategii przestaje się sprawdzać.

W długookresowym funkcjonowaniu korporacji – dla jej roli społecznej i gospodarczej najważniejsze jest to, czy korporacja ta realizuje strategię rozwojową – ukierunkowaną na rozwój technologiczny i zarządzanie ryzykiem innowacyjnym – czy też strategię konserwatywną, przenoszącą akcenty z procesów innowacyjnych oraz technologii na operacje finansowe i zarządzanie ryzykiem czysto finansowym. Strategia rozwojowa korporacji przejawia się np. tym, że jej biznes funkcjonuje według logiki konkurencji monopolistycznej. Kapitał akumuluje się wokół technologii, produkty są wysoce zróżnicowane względem konkurencji, celowane w konkretne grupy klientów, miejsca pracy są tworzone na podstawie inwestycji o dużym długookresowym potencjale zrównoważonego rozwoju (ang. *sustainability*).

Z kolei strategia konserwatywna w korporacji prowadzi do biznesu opartego na próbach budowania quasi-monopolistycznych (w tym także oligopolistycznych) relacji z rynkami zbytu, relatywnego oderwania procesów innowacyjnych i zmiany technologicznej oraz inwestycji zarówno od potrzeb tychże rynków zbytu, jak i od długofalowych priorytetów zrównoważonego rozwoju.

Dynamiczna równowaga i strukturalna elastyczność gry Nasha we wszystkich czterech kluczowych obszarach – ładu korporacyjnego, rynku kapitałowego, rynków produktowych oraz relacji z szerszym otoczeniem społecznym – sprzyja budowaniu strategii rozwojowej w korporacji. Strukturalne usztywnienie gry oraz związany z tym brak dynamicznej równowagi są z kolei czynnikami powstrzymującymi od rozwoju i kierującymi zachowaniem korporacji w kierunku technologicznego konserwatyzmu. Szczególnie podane na strukturalne zakłócenia dynamicznej równowagi są dwa obszary: ład korporacyjny oraz relacje korporacji z szerszym otoczeniem społecznym. To właśnie z tych obszarów przychodzi najistotniejszy impuls dla zaniechania strategii rozwojowej przez korporację na rzecz strategii bardziej konserwatywnej.

Sklonności do strukturalnego usztywnienia wydaje się sprzyjać fakt, że funkcjonowanie tych obszarów oparte jest w większej mierze na ściśle pojętych instytucjach – a więc na wzajemnej interakcji między normami postępowania a rzeczywistymi za-

chowaniem podmiotów objętych zakresem tych norm – niż na procesach wymiany tworzących rynek.

Rynek kapitałowy i rynki produktowe działają jak rodzaj instytucjonalnego „dynamitu” – rozsadzającego z czasem zbyt sztywne strukturalnie instytucje – i w ten sposób wymuszają wprowadzanie do strategii korporacyjnych elementów rozwojowych. Trzeba jednakowoż mieć na względzie, że szybkie wprowadzanie kolejnych innowacji na rynek powoduje (a można to zaobserwować także w skali makroekonomicznej) dochodzenie rynków produktowych do stanu relatywnego nasycenia różnorodnością i zmniejszenia premii za innowacje.

Strategia rozwojowa oraz strategia konserwatywna to typy, a nie modalności. Rzeczywiste zachowania korporacji są ich mieszkanką. Badając funkcjonowanie konkretnej korporacji chodzi zatem nie tyle o taksonomiczną kwalifikację do któregoś z tych typów, ile o identyfikację zachowań ciążących w kierunku każdego z nich. Celem takiej analizy jest określenie, do jakich typowych zachowań będzie miała skłonność ta korporacja w ciągu najbliższych lat. Korporacja stosunkowo otwarta na rynek kapitałowy i przywiązana do systematycznej innowacyjności na rynku produktowym jest raczej ukierunkowana na rozwój, ta bardziej skupiona na zajmowaniu pozycji instytucjonalnych będzie w długim okresie konserwatywna¹.

Prezentowany tu model strategii korporacyjnych jest użytecznym narzędziem prognostycznym szczególnie gdy trzeba przewidzieć możliwe zaburzenia w jakimś obszarze gospodarki. Jeżeli obszar ten wykazuje dynamiczną równowagę, jest on stabilny. Jeżeli takiej dynamicznej równowagi brak, korporacje będą obiektywnie zmuszone do podejmowania działań adaptacyjnych, zmieniając tym samym przestrzeń gry Nasha i kształtując nowe reguły.

Model wskazuje również że kiedy już taka zmiana strukturalna zacznie następować, końcowy efekt tych procesów adaptacyjnych jest praktycznie niemożliwy do przewidzenia, z powodu sprzężenia zwrotnego między indywidualnymi strategiami a stanem całej gry.

Z punktu widzenia teorii ekonomii oznacza to pójsie o krok dalej niż uczynił to Keynes, w stosunku do ekonomii klasycznej. Nie tylko funkcjonowanie przedsiębiorstw nie podlega dążeniu do jakiegoś hipotetycznego stanu idealnej równowagi, ale nawet nie ma jednego racjonalnego wzorca zmian tej równowagi, gdyż wzorzec ten zacznie się kształtować jako sukcesywne gry Nasha, w efekcie kolejnych eksperymentów dużej liczby podmiotów w celu stworzenia optymalnych, indywidualnych, strategii działania.

¹ Trzeba mieć na uwadze, że określenia takie jak: „otwarta na”, „przywiązana do” czy „skupiona na” są konwencją językową opartą na stylistycznie wygodnej antropomorfizacji funkcjonowania organizacji. Gdyby wyrażać się bardziej precyzyjnie, to zamiast określać korporację jako „przywiązaną do innowacyjności na rynkach produktowych” należałoby raczej powiedzieć, że efektem ścierania się interesów w obszarze ładu korporacyjnego są decyzje biznesowe ukierunkowane w szczególnym stopniu na innowacyjność.

Jeżeli – posługując się terminologią Keynesa – korporacje zaczną np. postrzegać globalny popyt jako zbyt niski względem ich planów inwestycyjnych, wtedy jedne zareagują przyspieszonym rozwojem technologicznym („stwórzmy nowe rynki, jeżeli istniejące są za małe”) albo przeciwnie, konserwatywnym wycofywaniem kapitału z inwestycji rozwojowych na rzecz czysto finansowego hedgingu wobec ryzyka postrzeganego jako zbyt duże. W przypadku niektórych korporacji prawdopodobny kierunek takiej adaptacji jest możliwy do przewidzenia, ale trudno go przewidzieć dla całych branż.

Bibliografia

1. Abrahamson E., Rosenkopf L., *When do Bandwagon Diffusion Roll? How Far do they Go? And When do they Roll Backwards? A Computer Simulation*, Proceedings of the Academy of Management Best Paper, 1990, s. 155–159.
2. Abrahamson E., Rosenkopf L., *Institutional and Competitive Bandwagons: Using Mathematical Modelling as a Tool to Explore Innovation Diffusion*, „Academy of Management Review” 1993, No. 18, s. 487–517.
3. Acemoglu D., *A Microfoundation for Social Increasing Returns in Human Capital Accumulation*, „The Quarterly Journal of Economics” 1996, No. 111 (3), s. 779–804.
4. Adler N., *International Dimensions of Organizational Behavior*, South-Western College Publishing, Cincinnati 1997.
5. Alchian A., *Uncertainty, Evolution and Economic Theory*, „The Journal of Political Economy” 1950, Vol. 58, Issue 3, s. 211–221.
6. Alchian A.A., Demsetz H., *Production, Information Costs, and Economic Organization*, „The American Economic Review”, December 1972, Vol. 62, No. 5, s. 777–795.
7. Alonso E.J.M., *The Effect of Firm Diversification on Capital Structure: Evidence from Spanish Firms*, European Financial Management Association Annual Meeting, Athens 2000.
8. Andersen E.S., *Population Thinking, Price’s Equation and the Analysis of Economic Evolution*, „Evolutionary and Institutional Economics Review”, November 2004, Vol. 1, No. 1, s. 127–148.
9. Anderson S.W., Glenn D., Sedatole K.L., *Sourcing Parts of Complex Products: Evidence on Transaction Costs, High-powered Incentives and Ex-post Opportunism*, „Accounting, Organizations and Society” 2000, No. 25 (8), s. 723–749.
10. Anderson S.W., Dekker H.C., *Management Control for Market Transactions: The Relation Between Transaction Characteristics, Incomplete Contract Design and Subsequent Performance*, Rice University Jesse H. Jones Graduate School of Management, June the 10th, 2005, forthcoming in Management Science.
11. Anderson S.W., Sedatole K.L., *Management Accounting for the Extended Enterprise: Performance Management for Strategic Alliances and Networked Partners*, [w:] *Management Accounting in the Digital Economy*, red. A. Bhimani, Oxford University Press, Oxford 2003.
12. Ansoff H.I., *Corporate Strategy: An Analytic Approach to Business Policy for Growth and Expansion*, McGraw-Hill Book Company, New York 1965.

13. Aoki M., *Endogenizing Institutions and Institutional Changes*, Stanford University, revised version of an invited lecture at the 2005 World Congress of the International Economic Association in Morocco, 2007.
14. Arrow K.J., *Economic Welfare and The Allocation of Resources for Invention*; [w:] R. Nelson, *The Rate and Direction of Inventive Activity: Economic and Social Factors*, NBER Princeton University Press, 1962.
15. Åstebro T., *The Return to Independent Invention: Evidence of Unrealistic Optimism, Risk Seeking or Skewness Loving?*, „Economic Journal” 2003, No. 113 (484), s. 226–239.
16. Ayres C.E., *The Theory of Economic Progress*, 1st ed., University of North Carolina Press, Chapel Hill, N.C. 1944.
17. Bachelier L., *Theorie de la Speculation*, Gauthier – Villars, Paris 1900.
18. Backus D., Brainard W.C., Smith G., Tobin J., *A Model of U.S. Financial and Nonfinancial Economic Behavior*, „Journal of Money, Credit and Banking” 1980.
19. Baiman S., Rajan M.V., *Incentive Issues in Inter-firm Relationships*, „Accounting, Organizations and Society” 2002, No. 27 (3), s. 213–238.
20. Baiman S., Fischer P.E., Rajan M.V., *Performance Measurement and Design in Supply Chains*, „Management Science”, January 2001, No. 47, s. 173–189.
21. Barzel Y., *Optimal Timing of Innovations*, „Review of Economics and Statistics” 1968, No. 50, s. 348–355.
22. Baskin J.B., Miranti Jr. P.J., *A History of Corporate Finance*, Cambridge University Press, 1997.
23. Baumol W.J., *Education for Innovation: Entrepreneurial Breakthroughs vs. Corporate Incremental Improvements*, „NBER Working Papers” 2004, No. 10578.
24. Berhold M., *A Theory of Linear Profit Sharing Incentives*, „Quarterly Journal of Economics”, August 1971, Vol. LXXXV, s. 460–482.
25. Berle A.A., Means G.C., *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan Publishing Co, New York 1932.
26. Berle A.A., *Property, Production and Revolution*, Columbia University, December 1967, [w:] A.A. Berle, G.C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, 2nd edition, Transaction Books, 1991, s. XIX–XXXIX.
27. Black B., *The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firms*, „Emerging Markets Review” 2001, No. 2, s. 89–108.
28. Black B., Jang H., Kim W., *Does Corporate Governance Predict Firms’ Market Values? Evidence From Korea*, „European Corporate Governance Institute Working Paper Series in Finance, Working Paper”, June 2005, No. 86.
29. Blackburn V., Lang J., *Toward a Market/Ownership Constrained Theory of Merger Behavior*, „Journal of Management” 1989, No. 15, s. 77–88.
30. Blair M.M., *Locking In Capital: What Corporate Law Achieved for Business Organization in the Nineteenth Century*, „U.C.L.A. Law Review” 2003, No. 51, s. 387–455.
31. Blumberg P.I., *Limited Liability and Corporate Groups*, „Journal of Corporation Law” 1986, No. 11, s. 573–631.

32. Bond S., Klemm A., Newton-Smith R., Syed M., Vlieghe G., *The Roles of Expected Profitability, Tobin's Q and Cash Flow in Econometric Models of Company Investment*, „The Institute for Fiscal Studies, Working Papers” 2004, No. WP04/12.
33. Brainard W.C., Shapiro M.D., Shaven J.B., *Fundamental Value and Market Value*, „National Bureau of Economic Research Working Paper”, September 1990, No. 3452.
34. Brancato C.K., *New Performance Measures – A Research Report*, Report No. 1118-95-RR, NY: The Conference Board, 1995.
35. Bromwich M., *The Case for Strategic Management Accounting: The Role of Accounting Information for Strategy in Competitive Markets*, „Accounting, Organizations and Society” 1990, No. 15 (1/2), s. 127–146.
36. Campbell T.S., Kracaw W.A., *Corporate Risk Management and the Incentive Effects of Debt*, „Journal of Finance” 1990, No. 45, s. 1673–1686.
37. Capron L., *The Long Term Performance of Horizontal Acquisitions*, „Strategic Management Journal” 1999, No. 20, s. 987–1018.
38. Chamberlin E.H., *The Theory of Monopolistic Competition*, Harvard University Press, Cambridge 1933.
39. Chandler A.D., *Strategy and Structure: Chapters in the History of the Industrial Enterprise*, M.I.T. Press, Cambridge 1962, s. 1–51.
40. Chandler A.D., *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business*, Harvard University Press, Cambridge 1977.
41. Chatterjee S., *Types of Synergy and Economic Value: The Impact of Acquisitions on Merging and Rival Firms*, „Strategic Management Journal” 1986, No. 7, s. 199–239.
42. Chaudhuri K.N., *The English East India Company: The Study of an Early Joint Stock Company, 1600–1640*, Frank Cass & Co. Ltd, London 1965.
43. Chirinko R., *Business Fixed Investment Spending: Modeling Strategies, Empirical Results, and Policy Implications*, „Journal of Economic Literature” 1993, Vol. 31, s. 1875–1911.
44. Claessens S., Djankov S., Nenova T., *Corporate Risk around the World*, The World Bank Financial Sector Vice Presidency, Financial Sector Strategy and Policy Group, January 2000, Policy Research Working Paper 2271.
45. Clapham J., *The Bank of England: A History*, The University Press, London 1958, s. 270–281.
46. Coad A., Rao R., *Innovation and Market Value: A Quantile Regression Analysis*, „Economics Bulletin” 2006, Vol. 15, No. 13 s. 1–10.
47. Coase R.H., *The Nature of the Firm*, „Economica”, November 1937, s. 386–405.
48. Commons J.R., *Institutional Economics*, „American Economic Review”, December 1931, Vol. 21, No. 4, s. 648–657.
49. Commons J.R., *Institutional Economics*, Macmillan, New York 1934.
50. Commons J.R., *A Sociological View of Sovereignty*, intr. Joseph Dorfman, Augustus Kelley, New York 1965.

51. Cooper I., Kaplanis E., *Partially Segmented International Capital Markets and International Capital Budgeting*, „Journal of International Money and Finance” 2000, No. 19, s. 309–329.
52. Cooper I., Kaplanis E., *What Explains the Home Bias Equity in Portfolio Investment*, „The Review of Financial Studies” 1994, Vol. 7, s. 45–60.
53. Cootner P., *Stock Prices: Random vs. Systematic Changes*, „Industrial Management Review”, Spring 1962, No. 3, s. 24–45.
54. Cope S.R., *Walter Boyd, a Merchant Banker in the Age of Napoleon*, Sutton Publishing, Gloucester 1983, s. 3, 26, 29.
55. Crawford V.P., *Long-term Relationships Governed by Short Term Contracts*, „American Economic Review” 1988, No. 78, s. 486–499.
56. *Creating a Platform for Growth. Annual report 2004*, Akzo Nobel, Issued on February, the 16th, 2005.
57. CVX, 2001 Annual Report, ChevronTexaco Inc., Issued on March, the 26th, 2002.
58. Davis J.P., *Corporations: A Study of the Origin and Development of Great Business Combinations and of Their Relation to the Authority of the State*, Vol. I, P. Putnam’s Sons, New York 1905.
59. Davis K.E., Trebilcock M.J., *The Relationship between Law and Development: Optimists Versus Skeptics*, New York University School of Law Public Law & Legal Theory Research Paper Series, Working Paper, No. 08-14, Law & Economics Research Paper Series, Working Paper, No. 08-24, May 2008.
60. *Delivering on Growth. Annual Report 2005*, Akzo Nobel, Issued on February, the 22nd, 2006.
61. *Delivering Tomorrow’s Answers Today*, Akzo Nobel 2008 Report, Issued on March, the 10th, 2009.
62. *Delivering Energy Now. Developing Energy For the Future*, 2008 Annual Report, Chevron Inc., Issued on March, the 31st, 2009.
63. Demsetz H., *The Cost of Transacting*, „Quarterly Journal of Economics”, February 1968, No. 82, s. 33–53.
64. Demsetz H., *The Economics of The Business Firm. Seven Critical Commentaries*, Cambridge University Press, 1996.
65. Demsetz H., Kenneth Lehn K., *The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences*, „Journal of Political Economy” 1985, No. 93, s. 1155–1177.
66. Desai M., Low W., *Measuring the opportunity for product innovation*, [w:] *Changing Money: Financial Innovation in Developed Countries*, red. de Cecco, Basil Blackwell, Oxford 1987, s. 112–140.
67. Dickson P.G.M., *The Financial Revolution in England: A Study in the Development of Public Credit, 1688–1756*, Gregg Revivals, 1993, s. 466–667, 529–530.
68. Dixit A.K., Stiglitz J.E., *Monopolistic Competition and Optimum Product Diversity*, „The American Economic Review” 1977, Vol. 67, Issue 3, s. 297–308.
69. Doremus P.N., Keller W.W., Reich S., *The Myth of the Global Corporation*, Princeton University Press, 1999.

70. Dreze J., *Investment under Private Ownership: Optimality, Equilibrium Stability*, [w:] *Allocation Under Uncertainty: Equilibrium and Optimality*, Macmillan, London 1974.
71. Duraj J., *Podstawy ekonomiki przedsiębiorstwa*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2004, s. 142–162.
72. Durnev A., Kim E.H., *To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation*, „Journal of Finance” 2005, No. 60, s. 1461–1493.
73. Eaton J., Kortum S., *International Technology Diffusion: Theory and Measurement*, „International Economic Review”, August 1999, Vol. 40, No. 3, s. 537–564.
74. Eisenberg T., Sundgren S., Wells T.W., *Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms*, „Journal of Financial Economics” 1998, No. 48, s. 35–54.
75. Fairlie R.W., Robb A., *Families, Human Capital, and Small Business: Evidence from the Characteristics of Business Owners Survey*, „Yale School of Management Working Papers”, 28.07.2004.
76. Fama E.F., *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, „The Journal of Finance” 1969, Vol. 25, No. 2, s. 383–417.
77. Fama E.F., *The Behavior of Stock Market Prices*, „Journal of Business” 1965, No. 38, s. 34–105.
78. Fama E.F., Jensen M.C., *Separation of Ownership and Control*, „Journal of Law and Economics”, June 1983, Vol. XXVI.
79. Farrel J., Saloner G., *Standardization, Compatibility and Innovation*, „Rand Journal of Economics” 1985, No. 16, s. 70–83.
80. *Financial Reporting Council*, The Combined Code on Corporate Governance, June 2006.
81. Fisher J., *Use of Nonfinancial Performance Measures*, [w:] *Readings in management accounting*, red. S.M. Young, Englewood Cliffs, Prentice Hall, New York 1995, s. 329–335.
82. *Fit for the future. Annual Report 2006*, Akzo Nobel, issued on March, the 13th, 2007.
83. Ford Motor Co-K, FORM 10-K, filed: February 26, 2009 (period: December 31, 2008), Annual Report which Provides a Comprehensive Overview of the Company for the Past Year.
84. FORM 10-K. Annual Report for the Year Ended December 31, 2008, 1-2360 (Commission file number), International Business Machines Corporation.
85. Frantzen D., *Innovation, Technological Diffusion and the Influence of R&D*, „Cambridge Journal of Economics” 2000, Vol. 24, s. 193–210.
86. Friar J.H., Meyer M.H., *Entrepreneurship and Start-Ups in the Boston Region: Factors Differentiating High-Growth Ventures from Micro-ventures*, „Small Business Economics” 2003, Vol. 21, Issue 2, s. 145–152.
87. Friedman M., *The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*, „The New York Times Magazine”, September 13, 1970.

88. Froot K., Stein J., *Risk Management, Capital Budgeting and Capital Structure Policy for Financial Institutions: An Integrated Approach*, „Working Paper, Harvard Business School” 1995.
89. Froot K., Scharfstein D., Stein J., *Risk Management: Coordinating Investment and Financing Policies*, „The Journal of Finance” 1993, No. 48, s. 1629–1658.
90. Galbraith C., Stiles C., *Merger Strategies as a Response to Bilateral Market Power*, „Academy of Management Journal” 1984, No. 27, s. 66–72.
91. Galbraith J.K., *Economics as a System of Belief*, „The American Economic Review” 1970, Vol. 60, Issue 2, Papers and Proceedings of the Eighty – second Annual Meeting of the American Economic Association, s. 469–478.
92. Galbraith J.K., *Economics and the Public Purpose*, Houghton Mifflin Co., 1973.
93. Galbraith J.K., *The Economics of Innocent Fraud: Truth for Our Time*, Houghton Mifflin Harcourt, April 2004.
94. Galbraith J.K., *The New Industrial State*, Princeton University Press, 1967.
95. Garnsey E., Stam E., Heffernan P., Hugo O., *New Firm Growth: Exploring Processes and Paths*, Erasmus Research Institute of Management, Report Series Research in Management, Reference Number ERS-2003-096-ORG, Publication 2003.
96. Garricano L., Kaplan S., *The Effects of Business-to-business E-commerce on Transaction Costs*, „National Bureau of Economic Research”, November 2000, Working Paper, No. 8017.
97. Gaudet G., Lasserre P., Ngo Van Long, *Real Investment Decisions Under Information Constraints*, CIRANO (Centre Interuniversitaire de Recherche en Analyse des Organisations), Serie Scientifique, Scientific Series, 95s-33, Montreal, Juillet 1995.
98. Gilbert R.J., Newberry D. M.G., *Preemptive Patenting and the Persistence of Monopoly*, „American Economic Review” 1982, No. 72, s. 514–526.
99. Golbe D.L., White L.J., *Catch a Wave: The Time Series Behaviour of Mergers*, „Review of Economics and Statistics” 1993, No. 75, s. 493–497.
100. Gompers P., Ishii J., Metrick A., *Corporate Governance and Equity Prices*, „Quarterly Journal of Economics” 2003, No. 118, s. 107–155.
101. Gordon L.A., Miller D., *A Contingency Framework for the Design of Accounting Information Systems*, „Accounting, Organisations and Society” 1976, Vol. 1, No. 1, s. 56–69.
102. Greenbaum S., Heywood C., *Secular Change in the Financial Services Industry*, „Journal of Money, Credit and Banking” 1973, No. 5, s. 571–603.
103. Greif A., *Institutions and the Path to the Modern Economy: Lessons from Medieval Trade*, Cambridge University Press, N.Y. 2006.
104. Grossman G.M., Helpman E., *Innovation and Growth in the Global Economy*, The MIT Press, Cambridge 1993 (4th edition).
105. Grossman G.M., Helpman E., *Outsourcing vs. FDI in Industry Equilibrium*, Harvard Institute of Economic Research Discussion Paper Number 1965, Harvard University, Cambridge August 2002.

106. Grossman S.J., Hart O., *The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration*, „Journal of Political Economy” 1986, No. 94, s. 691–719.
107. Gyntelberg J., Kyhl S., *Ownership Structure as a Signal of Managerial Ability*, No 99-17, Discussion Papers from University of Copenhagen. Department of Economics (formerly Institute of Economics), 1999–2007.
108. Hamilton W.H., *The Institutional Approach to Economic Theory*, „American Economic Review”, Supplement, 1919, No. 9, s. 309–318.
109. Hamilton B.H., *Does Entrepreneurship Pay? An Empirical Analysis of Returns to Self-Employment*, „Journal of Political Economy” 2000, No. 108 (3), s. 604–632.
110. Hansmann H., Kraakman R., *The End of History for Corporate Law*, „Georgetown Law Journal” 2001, No. 89, s. 439–468.
111. Hansmann H., Kraakman R., Squire R., *Law and the Rise of the Firm*, „Working Paper”, 57/2006, Brussels: European Corporate Governance Institute (papers.ssrn.com/ abstract_id=873507).
112. Harris M., Raviv A., *The Theory of Capital Structure*, „Journal of Finance” 1991, No. 46, 1, s. 297–355.
113. Harris R., *Industrializing English Law: Entrepreneurship and Business Organization*, Cambridge University Press, 2000.
114. Harris R., *The Formation of the East India Company as a Cooperation-Enhancing Institution*, „Working Paper” 2005 (papers.ssrn.com/ abstract_id=874406).
115. Harsanyi J.C., *A General Theory of Rational Behavior in Game Situations*, „Econometrica” 1966, Vol. 34, No. 3, s. 613–634.
116. Harsanyi J.C., *Cardinal Utility in Welfare Economics and in the Theory of Risk – Taking*, „The Journal of Political Economy” 1953, Vol. 61, Issue 5, s. 434–435.
117. Harsanyi J.C., *Games with Incomplete Information Played by „Bayesian” Players. Part II: Bayesian Equilibrium Points*, „Management Science” 1968, Vol. 14, No. 5, s. 320–334.
118. Hart O., Moore J., *Property Rights and the Nature of the Firm*, „Journal of Political Economy” 1990, No. 98, s. 1119–1158.
119. Haspeslagh P., Jemison D., *Managing Acquisitions: Creating Value through Corporate Renewal*, The Free Press, New York 1991.
120. Hayek F., *The Use of Knowledge in Society*, „American Economic Review”, September, 1945, XXXV, No. 4, s. 519–530.
121. Healy P.M., Palepu K.G., Ruback R.S., *Does Corporate Performance Improve After Mergers?*, „Journal of Financial Economics” 1992, No. 31, s. 135–175.
122. Hendel I., *Competition Under Financial Distress*, „The Journal of Industrial Economics” 1996, Vol. XLIV, No. 3, s. 309–324.
123. Hennart J.F., Park Y.R., *Greenfield versus Acquisition: The Strategy of Japanese Investors in the United States*, „Management Science” 1993, No. 39, s. 483–497.

124. Hodgson G.M., *Institutional Economics: Surveying the 'Old' and the 'New'*, „Metroeconomica”, February 1993, Vol. 44, No. 1, s. 1–28.
125. Hodgson G.M., *The Essence of Institutional Economics*, „Journal of Economic Issues”, June 2000, Vol. XXXIV, No. 2, s. 317–329.
126. Hodgson G.M., *Institutional Economics, the Individual Actor and Institutional Change*, For the Alexander von Humboldt lecture at the University of Nijmegen, December the 5th, 2006.
127. Hodgson G.M., Knudsen T., *The Complex Evolution of a Simple Traffic Convention: The Functions and Implications of Habit*, „Journal of Economic Behavior and Organization” 2004, Vol. 54, No. 1, s. 19–47.
128. Hodgson G.M., Knudsen T., *Why We Need a Generalized Darwinism: And Why a Generalized Darwinism is Not Enough*, „Journal of Economic Behavior and Organization”, September 2006, Vol. 61, No. 1, s. 1–19.
129. Hodgson G.M., Knudsen T., *Dismantling Lamarckism: Why Descriptions of Socio-Economic Evolution as Lamarckian are Misleading*, „Journal of Evolutionary Economics”, October 2006, Vol. 16, No. 4, s. 343–366.
130. Hodgson G.M., Knudsen T., *The Nature and Units of Social Selection*, „Journal of Evolutionary Economics”, December 2006, Vol. 16, No. 5, s. 477–489.
131. Holmén M., Jacobsson S., *A Method for Identifying Actors in a Knowledge Based Cluster*, Danish Research Unit for Industrial Dynamics, Working Papers, No. 98 – 26, November 1998.
132. Hopwood A., *Looking across Rather Than up and Down: On the Need To Explore the Lateral Processing of Information*, „Accounting, Organizations and Society” 1996, No. 21 (6), s. 589–590.
133. Hurwicz L., *On the Dimensional Requirements for Non-wasteful Resource Allocation Systems*, [w:] *The Mathematical Methods in the Social Sciences*, red. K.J. Arrow, S. Karlin, P. Suppes, Stanford University Press, Stanford 1960.
134. *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards. A Revised Framework. Updated November 2005*, Bank for International Settlements, Press & Communications, CH – 4002 Basel, Switzerland, s. 152.
135. Jaffe A., Bound J., Cummins C., Griliches Z., Hall B.H., *Who Does R&D and Who Patents?*, National Bureau of Economic Research Working Papers, Working Paper, No. 908, Cambridge 1982.
136. Jajuga K., *Ogólny model dynamiki cen finansowych*, Dynamiczne Modele Ekonometryczne, VII Ogólnopolskie Seminarium Naukowe, 4–6 września 2001, Toruń.
137. Jensen M.C., *Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function*, The Monitor Group and Harvard Business School, Harvard Business School Working Paper #00-058, revised 10/2001, published in: *Journal of Applied Corporate Finance*, Bank of America, Vol. 14, No. 3, Fall 2001, s. 8–21.
138. Jensen M.C., *Eclipse of Public Corporation*, „Harvard Business Review”, September–October 1989 (Revised 1997).

139. Jensen M.C., *The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems*, „Journal of Finance”, July 1993, s. 831–880 (revised 1999).
140. Jensen M.C., Meckling W.H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics”, October 1976, Vol. 3, No. 4, s. 305–360.
141. Kaldor N., *A Classifactory Note on the Determinateness of Static Equilibrium – 1934*, cyt. za: Kaldor (1960), s. 13–33.
142. Kaldor N., *Essays on Value and Distribution*, Duckworth, London 1960.
143. Kaldor N., *Further Essays on Economic Theory*, Duckworth, London 1978.
144. Kaldor N., *Market Imperfection and Excess Capacity*, „Economica” 1935, No. 2, s. 33–50.
145. Kaldor N., *The Equilibrium of the Firm – 1934*, cyt. za: Kaldor (1960), s. 34–35.
146. Kamien M.I., Schwartz N.L., *Market Structure and Innovation*, Cambridge University Press, Cambridge 1982.
147. Kane E.J., *Accelerating Inflation, Regulation and Banking Innovation*, „Issues in Bank Regulation” 1980, Summer, s. 7–14.
148. Kane E.J., *Getting Along Without Regulation Q: Testing the Standard View of Deposit – Rate Competition During the ‘Wilde – Card Experience’*, „The Journal of Finance” 1978, No. 33, s. 921–932.
149. Kane E.J., *Metamorphosis of Financial – Services Delivery and Production*, [w:] *Strategic Planning for Economic and Technological Change in the FSI*, San Francisco 1983, s. 49–64.
150. Kaplan R.S., Norton D.P., *The Balanced Scorecard – Measures That Drive Performance*, „Harvard Business Review” 1992, No. 70, s. 71–79.
151. Kaplan R.S., Norton D.P., *The Balanced Scorecard: Translating Strategy into Action*, Harvard Business School Press, Boston 1996.
152. Kaplan R.S., Norton D.P., *Having Trouble with Your Strategy? Then Map It*, „Harvard Business Review” 2000, No. 78, s. 167–176.
153. Kaplan R.S., Norton D.P., *The Strategy Focused Organization*, Harvard Business School Press, Boston 2001.
154. Kaplan S., *The Effects of Management Buyouts on the Operating Performance and Value*, „Journal of Financial Economics” 1989, No. 24, s. 217–254.
155. Kaplan S., Sawhney M., *E-Hubs: The New B2B Marketplaces*, „Harvard Business Review” 2000, Vol. 78, s. 97–103.
156. Katz M.L., Shapiro C., *Network Externalities, Competition and Compatibility*, „American Economic Review” 1985, No. 75, s. 424–440.
157. Kelsey D., Milne F., *Imperfect Competition and Corporate Governance*, „Queen’s Economics Department Working Paper”, No. 1079, 15th April 2006.
158. Kendall M.G., *The Analysis of Economic Time Series, Part I: Prices*, „Journal of The Royal Statistical Society”, Part I, 1953, No. 96, s. 11–25.
159. Keynes J.M., *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Royal Economic Society (Great Britain), 1936.

160. Khandwalla P.N., *The Effects of Different Types of Competition on the Use of Management Control*, „Journal of Accounting Research” 1972, Vol. 10, s. 275–285.
161. Kihlstrom R.E., Laffont J.-J., *A General Equilibrium Entrepreneurial Theory of Firm Formation Based on Risk Aversion*, „The Journal of Political Economy”, August 1979, Vol. 87, No. 4, s. 719–748.
162. Kim E.H., McConnell J.J., *Corporate Mergers and the Co – Insurance of Corporate Debt*, „The Journal of Finance” 1977, Vol. XXXII, s. 349–365.
163. Kindleberger Ch., *A Financial History of Western Europe*, George Allen & Unwin, London 1984.
164. Kinney W.R., *Accounting Scholarship: What Is Uniquely Ours?*, „The Accounting Review” 2001, No. 76 (2), s. 275–284.
165. Klein B., Crawford R.G., Alchian A.A., *Vertical Integration, Appropriable Rents, and the Competitive Contracting Process*, „Journal of Law and Economics” 1978, No. 21, s. 297–326.
166. Klein N., *The Shock Doctrine. The Rise of Disaster Capitalism*, Macmillan, 2007.
167. Knight F.H., *Risk, Uncertainty and Profit*, wyd. I, Hart, Schaffner & Marx, Boston: Houghton Mifflin Company, The Riverside Press, Cambridge 1921.
168. Kor Y.Y., Mahoney J.T., *Penrose’s Resource-based Approach: The Process and Product of Research Activity*, „Journal of Management Studies” 2000, No. 37(1), s. 109–139.
169. Krug J., Hegarty W., *Postacquisition Turnover among US Top Management Teams: An Analysis of the Effects of Foreign vs Domestic Acquisitions of US Targets*, „Strategic Management Journal” 1997, No. 18, s. 667–675.
170. Krugman P., *Competitiveness: A Dangerous Obsession*, „Foreign Affairs”, March/April 1994, Vol. 73, No. 2, s. 28–44.
171. Kuhn H.W., *Extensive Games and The Problem of Information*, [w:] *Contributions to the Theory of Games*, Princeton University Press, 1953, s. 193–216, reprint: *Classics in Game Theory*, red. H.W. Kuhn, Princeton University Press, 1997, s. 46–68.
172. Kumar J., *Corporate Governance Mechanisms and Firm Financing in India*, „Xavier Institute Of Management Working Papers”, 8.02.2005, Bhubaneswar, India.
173. Langfield-Smith K., *Management Control Systems and Strategy: A Critical Review*, „Accounting, Organizations and Society” 1997, No. 22, s. 207–232.
174. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Schleifer A., Vishny R.W., *Law and Finance*, NBER Working Paper Series, NBER Working Paper 5661, National Bureau of Economic Research, Cambridge, July 1996.
175. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Schleifer A., Vishny R.W., *Legal Determinants of External Finance*, „The Journal of Finance” 1997, Vol. 52, Issue 3, Papers and Proceedings Fifty – Seventh Annual Meeting, American Finance Association, New Orleans, Louisiana January 1997, s. 1131–1150.

176. Lamoreaux N.R., Rosenthal J.-L., *Legal Regime and Contractual Flexibility: A Comparison of France and the United States during the Era of Industrialization*, „American Law and Economic Review” 2005, No. 7 (1), s. 28–61.
177. Learned E.P., Christensen C.R., Andrews K.R., Guth W.D., *Business policy: text and cases*, Irwin, Homewood 1965.
178. Lewellen W.G., *A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger*, „The Journal of Finance” 1971, Vol. XXVI, s. 363–380.
179. Lewis K., *Trying to Explain Home Bias in Equities and Consumption*, „Journal of Economic Literature”, June 1999, S. 571–608.
180. Lintner J.H., *The Evaluation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets*, „Review of Economics and Statistics”, February 1965, No. 47, s. 13–37.
181. Litwińska M., *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2002.
182. Lorenzoni G., Walentin K., *Financial Frictions, Investment and Tobin’s q*, NBER Working Paper Series, Working Paper 13092, May 2007.
183. Loury G.C., *Market Structure and Innovation*, „Quarterly Journal of Economics” 1979, No. 93, s. 395–410.
184. Machlup F., *The Stock Market, Credit, and Capital Formation*, Translated from a Revised Version of the German Edition by Vera C. Smith, B.SC.(Econ.), Ph.D., William Hodge and Company, Limited, London–Edinburgh–Glasgow 1940.
185. Marshall A., *Principles of Economics*, 8th ed., Macmillan and Co., Ltd., London 1920 (first. pub. date 1890).
186. Martynova M., Renneboog L., *Mergers and Acquisitions in Europe*, European Corporate Governance Institute, Finance Working Paper no. 114/2006, January 2006.
187. Masters A.M., *Efficiency of Investment in Human and Physical Capital in a Model of Bilateral Search and Bargaining*, „International Economic Review” 1998, No. 39 (2), s. 477–494.
188. Maurer B., *Innovation and Investment Under Financial Constraints and Product Market Competition*, „International Journal of Industrial Organization” 1999, No. 17, s. 455–476.
189. Mayers D., Smith C.W., *On the Corporate Demand for Insurance*, „Journal of Business” 1982, Vol. 55, s. 281–296.
190. Means G.C., *Implications of the Corporate Revolution in Economic Theory* – December 1967, [w:] Berle A.A., Means G.C., *The Modern Corporation and Private Property*, 2nd ed., Transaction Books, 1991, s. XLI–I.
191. Michie R.C., *The London and New York Stock Exchanges, 1850–1914*, „Journal of Economic History” 1986.
192. Michie R.C., *The London Stock Exchange: A History*, Oxford University Press, March 2000.
193. Milgrom P., Roberts J., *Economics, Organization and Management*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs 1992.

194. Miller M.H., *Behavioral Rationality in Finance: The Case of Dividends*, „The Journal of Business” 1986, Vol. 59, No. 4, Part 2: *The Behavioral Foundations of Economic Theory*, s. S451–S468.
195. Miller M.H., *Debt and Taxes*, „The Journal of Finance” 1977, Vol. 32, No. 2, s. 261–275.
196. Miller M.H., *Is American Corporate Governance Fatally Flawed?*, „Journal of Applied Corporate Finance”, Winter 1994, Vol. 6, No. 4, s. 32–39.
197. Miller M.H., *The History of Finance. An Eyewitness Account*, „The Journal of Portfolio Management”, Summer 1999, s. 95–101.
198. Mintzberg H., Waters J.A., *Of Strategies, Deliberate and Emergent*, „Strategic Management Journal” 1985, No. 6, s. 257–272.
199. Mirowski P., *The Birth of the Business Cycle*, „The Journal of Economic History”, March 1980, Vol. 40, No. 1, The Tasks of Economic History, s. 171–174.
200. Mirowski P., *The Rise (and Retreat) of a Market: English Joint Stock Shares in the Eighteenth Century*, „The Journal of Economic History”, September 1981, Vol. 41, No. 3, s. 559–577.
201. Mitchell W.C., *The Rationality of Economic Activity. Part II*, „Journal of Political Economy”, March 1910, Vol. 18, No. 3, s. 197–216.
202. Mitchell W.C., *The Backward Art of Spending Money and Other Essays*, McGraw-Hill Book Company, New York 1937.
203. Modigliani F., Miller M.H., *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, „The American Economic Review”, June 1958, No. 48, s. 261–297.
204. Molyneux P., Shamroukh N., *Financial Innovation*, John Wiley & Sons, Chichester 1999, s. 51–80 i 107–113.
205. Murphy K., Shleifer A., Vishny R., *Industrialization and the Big Push*, „Journal of Political Economy” 1989, No. 97 (5), s. 1003–1026.
206. Murphy K.J., *Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis*, „Journal of Accounting and Economics”, April 1985, No. 7, s. 11–42.
207. Nash J.F., *Equilibrium Points in n-Person Games*, „Proceedings of the National Academy of Sciences of the United States of America” 1950, Vol. 36, No. 1, s. 48–49.
208. Nash J.F., *Non-Cooperative Games*, „The Annals of Mathematics, Second Series” 1951, Vol. 54, Issue 2, s. 286–295.
209. Nash J.F., *The Bargaining Problem*, „Econometrica” 1950, Vol. 18, No. 2, s. 155–162.
210. Nash J.F., *Two-Person Cooperative Games*, „Econometrica” 1953, Vol. 21, Issue 1, s. 128–140.
211. Neely A., *The Performance Measurement Revolution: Why Now and What Next?*, „International Journal of Operations & Production Management” 1999, Vol. 19, No. 2, s. 205–228.

212. Nelson R.R., *Why Do Firms Differ, and How Does It Matter?*, „Strategic Management Journal”, Winter 1991, Vol. 12, s. 61–74.
213. Nelson R.R., Phelps E.S., *Investment in Humans, Technological Diffusion, and Economic Growth*, „Cowles Foundation Paper” 236, reprinted from „American Economic Review” 1966, No. 56 (2), s. 69–75.
214. Nelson R., *Recent Evolutionary Theorizing about Economic Change*, „Journal of Economic Literature” 1995, Vol. 33, s. 48–90.
215. Nelson R., Winter S., *An Evolutionary Theory of Economic Change*, Harvard University Press, Cambridge 1982.
216. Newbury W., Zeira Y., *Generic Differences between Equity International Joint Ventures (EIJVS), International Acquisitions (IAs) and International Greenfield Investments (IGIs): Implications for Parent Companies*, „Journal of World Business” 1997, No. 32, s. 87–102.
217. North D., *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge University Press, Cambridge, U.K. and N.Y., 1990.
218. North D., Weingast B., *Constitutions and Commitment: the Evolution of Institutions Governing Public Choice in Seventeenth-Century England*, „Journal of Economic History” 1989, No. 49, s. 803–832.
219. OECD, *OECD Employment Outlook*, Ch. 4: Recent Trends in Self-Employment, Paris: Organisation for Economic Cooperation and Development, 1992.
220. Opolski K., Waśniewski K., *Biznes plan. Jak go budować i analizować?*, wyd. 1, CeDeWu, Warszawa 2007, s. 121–137.
221. Opolski K., Waśniewski K., Wereda M., *Audyty strategiczne jako szansa na poprawę pozycji rynkowej firmy*, CeDeWu, Warszawa 2008.
222. *Organisation and Identities: Text and Readings in Organisational Behaviour*, red. H. Clark, J. Chandler, J. Barry, Barnes & Noble, 1994.
223. Otley D., *Management Control in Contemporary Organizations: Towards a Wider Framework*, „Management Accounting Research” 1994, No. 5, s. 289–299.
224. Patterson M., Reiffen D., *The Effect of the Bubble Act on the Market for Joint Stock Shares*, „The Journal of Economic History”, March 1990, Vol. 50, No. 1, s. 163–171.
225. Penrose E., *The Theory of the Growth of the Firm*, Oxford University Press, 1959.
226. Phelps E.S., *Models of Technical Progress and the Golden Rule of Research*, Cowles Foundation for Research in Economics at Yale University, Discussion Paper, No. 176, October the 16th, 1964.
227. Phelps E.S., *Structural Slumps: The Modern Equilibrium Theory of Unemployment, Interest and Assets*, Cambridge, MA, Harvard University Press, 1994.
228. Phelps E.S., *The Golden Rule of Accumulation*, „American Economic Review”, September 1961, No. 51, s. 638–643.
229. Poutvaara P., Tuomala J., *What Is Left to Residual Claimants? The Empirics of Income Reported by Entrepreneurs and Workers*, „IZA Working Paper” 2004, No. 1178.

230. Quinn J.B., *Strategies for Change: Logical Incrementalism*, Irwin, Homewood 1980.
231. Rawls S.W., Smithson C.W., *Strategic Risk Management*, „Journal of Applied Corporate Finance” 1990, Vol. 3, s. 6–18.
232. Redding S., *The Low-skill, Low-quality Trap: Strategic Complementarities Between Human Capital and R&D*, „Economic Journal” 1996, No. 106 (435), s. 458–470.
233. Rensman M., Kuper G.H., *The Role of R&D and Patent Activity in Economic Growth: Some Empirical Evidence*, „University of Groningen Working Papers”, January 6, 1999.
234. *Resources, Firms, and Strategies. A Reader in the Resource-Based Perspective*, red. N. J. Foss, Oxford University Press, 1998.
235. Richter A., Schmidt S.L., *How Does Strategy Process Influence Strategy Content? Antecedents of Consistency Between Resource Allocation Decisions and Corporate Strategy*, „Schmalenbach Business Review”, October 2005, Vol. 57, s. 332–350.
236. Ross S.A., *The Economic Theory of Agency: The Principal’s Problems*, „American Economic Review”, May 1973, Vol. LXII, s. 134–139.
237. Roy W.G., *Socializing Capital: The Rise of the Large Industrial Corporation in America*, Princeton University Press, Princeton 1997.
238. *Sarbanes, Oxley Act of 2002*, One Hundred Seventh Congress of United States of America, January the 23rd, 2002.
239. Scherer F.M., *Research and Development Under Rivalry*, „Quarterly Journal of Economics” 1967, No. 71, s. 359–394.
240. Schmidt R.H., *Corporate Governance in Germany: An Economic Perspective*, Center for Financial Studies, Frankfurt am Main, CFS Working Paper, No. 2003/36, August 2003.
241. Schrand C.M., Unal H., *Hedging and Coordinated Risk Management: Evidence from Thrift Conversions*, Wharton Financial Institutions Center, Wharton School, University of Pennsylvania, 2002, Working Paper, No. 96-05.
242. Schumpeter J.A., *Business cycles. A Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process*, McGraw-Hill Book Company, New York–Toronto–London 1939, s. 461, Abridged, with an introduction, by Rendigs Fels.
243. Schumpeter J.A., *The Theory of Economic Development*, Oxford University Press, 1911.
244. Schumpeter J., *Capitalism, Socialism and Democracy*, Harper & Row, New York 1976.
245. Schwarz L.D., Michie R., *London in the Age of Industrialisation: Entrepreneurs, Labour Force and Living Conditions, 1700–1850*, Cambridge University Press, 1992, s. 226–233.
246. Scitovsky T., *Two Concepts of External Economies*, „Journal of Political Economy” 1954, No. 62, s. 143–151.

247. Securities Exchange Act of 1934, revised through 2004, Committee Print 108-B of the Committee on Financial Services of the U.S. House of Representatives.
248. Selten R., *Reexamination of the Perfectness Concept for Equilibrium Points in Extensive Games*, „Journal International Journal of Game Theory” 1975, Vol. 4, No. 1, reprint: *Classics in Game Theory*, red. H.W. Kuhn, Princeton University Press, 1997, s. 317–354.
249. Selznik P., *Leadership in Administration*, New York 1957; reprint: University of California Press, 1984.
250. Sharpe W.F., *Capital Asset Prices: A Series of Market Equilibrium Under Conditions of Risk*, „Journal of Finance”, September 1964, No. 19, s. 425–442.
251. Smith C.F., *The Early History of the London Stock Exchange*, „The American Economic Review”, June 1929, Vol. 19, No. 2, s. 206–216.
252. Smith C.W., *Corporate Risk Management: Theory and Practice*, „Journal of Derivatives” 1995, Summer issue, s. 21–30.
253. Smith C.W., Stultz R.M., *The Determinants of Firms’ Hedging Policies*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 1985, Vol. 20, s. 391–405.
254. Sobel R., *The Big Board: A History of The New York Stock Market*, 3rd ed., Beard Books, 2003.
255. Solow R.M., *A Contribution to the Theory of Economic Growth*, „The Quarterly Journal of Economics”, February 1956, Vol. 70, No. 1, s. 65–94.
256. Spence M., *Product Differentiation and Welfare*, „The American Economic Review”, May 1976, Vol. 66, No. 2, Papers and Proceedings of the Eighty-eighth Annual Meeting of the American Economic Association, s. 407–414.
257. Stewart G.B., Glassman D.M., *The Motives and Methods of Corporate Restructuring: Part II*, „Journal of Applied Corporate Finance”, Summer 1988.
258. Stout L.A., *On the Nature of Corporations*, „Law and Economics Research Paper” 04-13, 2004, University of California, Los Angeles, School of Law.
259. Stultz R.M., *Rethinking Risk Management*, „Journal of Applied Corporate Finance” 1996, Vol. 9, s. 8–24.
260. Sudarsanam S., *Creating Value from Mergers and Acquisitions. The Challenges*, Pearson Education, 2003.
261. Teller R., *Le contrôle de gestion – Pour un pilotage intégrant stratégie et finance* [Management Accounting: For a Driving Which Integrates Strategy and Finance], Editions Management et Société, Paris 1999.
262. *The American Corporation Today*, red. C. Kaysen, Oxford University Press, 1996.
263. Tintner G., *A Contribution to the Nonstatic Theory of Production*, [w:] *Studies in Mathematical Economics and Econometrics*, University of Chicago Press, 1942, s. 92–109.
264. Tintner G., *The Pure Theory of Production Under Technological Risk and Uncertainty*, „Econometrica” 1941, Vol. IX, s. 305–311.

265. Tintner G., *The Theory of Choice Under Subjective Risk and Uncertainty*, „Econometrica” 1941, Vol. IX, s. 298–304.
266. Tobin J., Brainard W.C., *Pitfalls in Financial Model Building*, „American Economic Review”, May 1968, No. 58, s. 99–122.
267. Tobin J., *A General Equilibrium Approach to Monetary Theory*, „Journal of Money, Credit and Banking”, February 1969, No. 1, s. 15–29.
268. Tobin J., *Essays in Economics*, vol. 1: *Macroeconomics*, North Holland, Amsterdam 1971.
269. Tobin J., *Money, Capital and Other Stores of Value*, „American Economic Review”, May 1961, No. 51, s. 26–37.
270. Tobin J., Brainard W.C., *Asset Markets and the Cost of Capital*, „Cowles Foundation Paper”, No. 440, reprinted from: *Private Values and Public Policy. Essays in Honor of William Fellner*, North, Holland, 1977.
271. Trajtenberg M., Jaffe A.B., *International Knowledge Flows: Evidence From Patent Citations*, „National Bureau of Economic Research, Working Papers Series, Working Paper” 6507, Cambridge, MA, 1993.
272. *Trends and Drivers of Change in the European Automotive Industry: Mapping Report*, European Foundation for the Improvement of Living and Working Conditions, 2004, s. 5–10.
273. Tsui J.S.L., Jaggi B., Gul F.A., *CEO Domination, Growth Opportunities, and Their Impact on Audit Fees*, „Journal of Accounting, Auditing and Finance” 2001, No. 16, s. 189–208.
274. Uhlaner L.M., Thurik R., *Human Resource Management With Small Firms; Facts And Explanations*, No ERS;ERS-2003-015-STR, Research Paper from Erasmus Research Institute of Management (ERIM), RSM Erasmus University.
275. US Federal Bureau of Economic Analyses, WWW.bea.gov.
276. Veblen T.B., *The Theory of the Leisure Class: An Economic Study in the Evolution of Institutions*, Macmillan, New York 1899, s. 190–191.
277. Veblen T.B., *The Place of Science in Modern Civilisation and Other Essays*, Huebsch, New York 1919, s. 242–243.
278. Walsh J.P., *Top Management Turnover Following Mergers and Acquisitions*, „Strategic Management Journal” 1988, No. 9, s. 173–183.
279. Waśniewski K., *Dynamic Equilibrium of a Market and Corporate Strategies*, A Game Theoretic Approach (May the 11th, 2009), Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1402570>.
280. Weber M., *L'éthique protestante et l'esprit du capitalisme*, [zbiór esejów Maxa Webera zebrany i przetłumaczony przez J.-M. Tremblay], l'Université du Québec, 2008.
281. Weidenbaum M.L., Jensen M.C., *Introduction*, [w:] A.A. Berle, G.C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, 2nd ed., Transaction Books, 1991.
282. Williamson O.E., *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*, Free Press, New York 1985.
283. Williamson O.E., *Markets and Hierarchies*, Free Press, New York 1975.

284. Williamson O.E., *Strategizing, Economizing and Economic Organization*, „Strategic Management Journal” 1991, No. 12, s. 75–94.
285. Wilson R., *On the Theory of Syndicates*, „Econometrica”, January 1968, Vol. 36, s. 119–132.
286. Wilson R.M., *Strategic Management Accounting*, [w:] *Issues in Management Accounting*, red. D. Ashton et al., ed. 2, Prentice Hall, New York 1995.
287. Yermack D., *Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors*, „Journal of Financial Economics” 1996, No. 40, s. 185–211.
288. *Year of Transformation. Annual report 2007*, Akzo Nobel, Issued on March, the 18th, 2008.
289. WWW.gpw.com.pl http://prywatyzacja.msp.gov.pl/palm/pr/60/6767/Zestawienie_przychodow_z_prywatyzacji__stan_na_dzien_31122008_r.html.
290. http://money.cnn.com/magazines/fortune/global500/2009/full_list.
291. <http://www.ge.com/company/history/edison.html>.
292. <http://www.ge.com/innovation/timeline/index.html>.
293. http://www.shell.com/home/content/aboutshell/who_we_are/our_history/the_beginnings/the_beginnings_history_of_shell_22112006.html.
294. http://www.shell.com/home/content/aboutshell/who_we_are/our_history/early_20th_century/early_20th_century_history_shell_22112006.html.
295. http://www.shell.com/home/content/aboutshell/who_we_are/our_history/post_war_expansion/post_war_expansion_history_of_shell_22112006.html.
296. http://www.shell.com/home/content/aboutshell/who_we_are/our_history/1960s_1980s/1960s_to_1980s_history_of_shell.html.
297. http://www.shell.com/home/content/aboutshell/who_we_are/our_history/1980s_to_new_century/1980s_to_new_century_22112006.html.
298. <http://www.japanpost.jp/en/corporate/changes/>.
299. http://www.exxonmobil.com/Corporate/history/about_who_history_alt.aspx.
300. http://www.ing.com/group/showdoc.jsp?docid=074177_EN&menopt=abohis.

Indeks nazwisk

- Abrahamson Eric 106, 217
Acemoglu Daron 271
Adler Nancy J. 217
Alchian Armen A. 15, 23, 43, 44, 217, 226
Alonso Eduardo José Menéndez 217
Andersen Esben Sloth 145, 217
Anderson Shannon W. 217
Andrews Kenneth R. 141, 227
Ansoff H. Igor 141, 217
Aoki Masahiko 39, 146, 218
Arrow Kenneth J. 105, 146, 218, 224
Ashton David 233
Åstebro Thomas 50, 218
Ayles Clarence E. 39, 218
- Bachelier Louis 7, 64, 65, 67, 69, 70, 218
Backus David 78, 218
Baiman Stanley 218
Barry Jim 50, 229
Barzel Yoram 105, 106, 218
Baskin Jonathan Barron 22, 218
Baumol William J. 50, 218
Benz Karl 25
Berhold Marvin 46, 218
Berle Adolf Augustus 46, 49, 51, 62, 176, 218, 227, 232
Bhimani Alnoor 217
Black Bernard 62, 218
Blackburn Virginia 218
Blair Margaret M. 22, 218
Blumberg Phillip I. 22, 218
Bond Steve 81, 219
Bonsack James Albert 24
Bound John 100, 224
Boyd Walter 21, 220
Brainard William C. 78, 158, 218, 219, 232
Brancato Carolyn Kay 9, 219
- Bromwich Michael 219
Burgess Kate 190
- Campbell Tim S. 219
Capron Laurence 76, 219
Cecco Marcello de 220
Chamberlin Edward Hastings 45, 135, 165, 173, 174, 219
Chandler Alfred D. 42, 50, 219
Chandler John 50, 229
Chatterjee Sayan 219
Chaudhuri Kirti N. 18, 136, 219
Chirinko Robert S. 80, 81, 219
Christensen C. Roland 141, 227
Claessens Stijn 219
Clapham John 20, 219
Clark Heather 50, 229
Coad Alex 90, 219
Coase Ronald H. 8, 40–42, 44, 45, 143, 178, 219
Coffin Charles 29
Commons John R. 39, 219
Cooper Ian 220
Cootner Paul H. 65, 68, 220
Cope S.R. 21, 220
Crawford Robert G. 226
Crawford Vincent P. 220
Crooks Ed 123, 190, 191
Cummins Clint 100, 224
- Davis John P. 17, 18, 220
Davis Kevin E. 61, 220
Dekker Henri C. 217
Demsetz Harold 15, 23, 43, 44, 62, 217, 220
Desai Meghnad 220
Dickson Peter George Muir 20, 220
Dixit Avinash K. 106, 165, 220

- Djankov Simeon 219
 Doremus Paul N. 220
 Dorfman Joseph 39, 219
 Drake Edwin 27
 Dreze Jacques 221
 Duraj Jan 221
 Durnev Art 62, 221

 Eaton Jonathan 100, 101, 105, 221
 Edison Tomasz Alva 27, 29, 30
 Eisenberg Theodore 81, 221
 Everest Hiram Bond 27
 Ewing Matthew 27

 Fairlie Robert W. 51, 221
 Fama Eugene F. 23, 64, 65, 221
 Farrel Joseph 106, 221
 Fels Rendigs 49, 91, 230
 Fischer Paul E. 218
 Fisher Joseph 9, 221
 Foss Nicolai J. 42, 230
 Frantzen Dirk 100, 221
 Friar John H. 49, 221
 Friedman Milton 221
 Froot Kenneth A. 222

 Galbraith Craig S. 222
 Galbraith John Kenneth 50, 92, 99, 222
 Garnsey Elizabeth 49, 51, 222
 Garricano Luís 222
 Gaudet Gérard 80, 222
 George Richard L. 123
 Gilbert Richard J. 173, 222
 Glassman David M. 47, 231
 Glenn David 217
 Golbe Devra L. 138, 222
 Gompers Paul A. 62, 222
 Gordon Lawrence A. 9, 222
 Greenbaum Stuart I. 222
 Greif Avner 39, 146, 222
 Griliches Zvi 100, 224
 Grossman Gene M. 50, 103, 222
 Grossman Sanford J. 223
 Gul Ferdinand A. 81, 232
 Guth William D. 141, 227
 Gyntelberg Jacob 51, 223

 Hall Bronwyn H. 100, 224
 Hamilton Barton H. 51, 223
 Hamilton Walton H. 39, 223
 Hansmann Henry 18, 19, 22, 23, 136, 158, 223
 Harris Milton 223
 Harris Ron 18, 22, 136, 158, 223
 Harsanyi John C. 10, 11, 147, 149–156, 168, 174, 211, 223
 Hart Oliver 223
 Haspeslagh Philippe C. 223
 Hayek Friedrich A. 42, 223
 Healy Paul M. 223
 Heffernan Paul 49, 51, 222
 Hegarty William H. 226
 Helpman Elhanan 50, 103, 222
 Hendel Igal 223
 Hennart Jean-François 223
 Heywood Charles F. 222
 Hodge William 227
 Hodgson Geoffrey M. 39, 40, 145, 224
 Holmén Magnus 100, 224
 Honda Soichiro 108
 Hope Henry 21
 Hopwood Anthony G. 224
 Houdry Eugene P. 28
 Hugo Oliver 49, 51, 222
 Hurwicz Leonid 146, 224

 Ishii Joy L. 62, 222

 Jacobson David 122
 Jacobsson Staffan 100, 224
 Jaffe Adam B. 110, 224, 232
 Jaggi Bikki 81, 232
 Jajuga Krzysztof 65, 224
 Jang Hasung 62, 218
 Jemison David B. 223
 Jensen Mark C. 49, 232
 Jensen Michael C. 23, 24, 46–48, 73, 80, 92, 106, 221, 224, 225
 Jon Peter 190

 Kaldor Nicholas 8, 40, 41, 45, 92, 225
 Kamien Morton I. 105, 225
 Kane Edward J. 225

- Kaplan Robert S. 225
 Kaplan Steven N. 222, 225
 Kaplanis Evi 220
 Karlin Samuel 146, 224
 Katz Michael L. 106, 225
 Kaysen Carl 50, 231
 Keller William W. 220
 Kelley Augustus 219
 Kelsey David 225
 Kendall Maurice G. 64, 68, 69, 225
 Kenneth Lehn K. 62, 220
 Keynes John Maynard 78, 175, 215, 216, 225
 Khandwalla Pradip N. 9, 226
 Kihlstrom Richard E. 226
 Kim E. Han 62, 221
 Kim Woonchan 62, 218
 Kindleberger Charles 16, 226
 Kinney William R. 226
 Klein Benjamin 226
 Klein Naomi 226
 Klemm Alexander 81, 219
 Knight Frank H. 8, 22, 23, 40, 44, 45, 49, 92, 114–116, 136, 139, 157, 226
 Knudsen Thorbjørn 145, 224
 Kor Yasemin Y. 51, 226
 Kortum Samuel 100, 101, 105, 221
 Kraakman Reinier H. 18, 19, 22, 23, 136, 223
 Kracaw William A. 219
 Krug Jeffrey A. 226
 Krugman Paul 226
 Kuhn Harold William 151, 153, 226, 231
 Kumar Jayesh 61, 226
 Kuper Gerard H. 100, 230
 Kyhl Søren 51, 223
- La Porta Rafael 61, 226
 Laffont Jean-Jacques 226
 Lamoreaux Naomi R. 22, 23, 227
 Lang James R. 218
 Langfield-Smith Kim 226
 Lasserre Pierre 80, 222
 Learned Edmund P. 141, 227
 Lewellen Wilbur G. 227
 Lewis Karen K. 227
- Lintner John H. 79, 227
 Litwińska Marta 15, 227
 Long Ngo Van 80, 222
 Lopez-de-Silanes Florencio 61, 226
 Lorenzoni Guido 81, 227
 Loury Glenn C. 105, 227
 Low William 220
- Mahoney Joseph T. 51, 226
 Marshall Alfred 7, 8, 34–36, 38–41, 44, 45, 64, 91, 92, 99, 143, 151, 172, 193, 227
 Martynova Marina 227
 Masters Adrian M. 227
 Maurer Boris 227
 Mayers David 227
 McConnell John J. 226
 Means Gardiner C. 46, 49, 51, 52, 62, 92, 99, 176, 218, 227, 232
 Meckling William H. 23, 46–48, 80, 225
 Metrick Andrew 62, 222
 Meyer Marc H. 49, 221
 Michie Ranald C. 19–21, 63, 136, 227, 230
 Milgrom Paul 227
 Miller Danny 9, 222
 Miller Merton H. 74, 228
 Milne Frank 225
 Mintzberg Henry 142, 228
 Miranti Paul J. Jr. 22, 218
 Mirowski Philip 19, 21, 228
 Mitchell Wesley C. 39, 228
 Modigliani Franco 74, 228
 Molyneux Philip 228
 Moore John 223
 Morgan John Pierpont 8, 24
 Murphy Kevin J. 47, 228
 Murphy Kevin M. 228
- Nash John F. 10–12, 147–152, 154–156, 158–163, 166, 167, 169–179, 200, 207, 209, 211, 212, 214, 215, 228
 Nelson Richard 39, 50, 105, 145, 218, 229
 Nenova Tatiana 219
 Newberry David M.G. 173, 222
 Newbury William 229
 Newton-Smith Rain 81, 219
 North Douglass C. 39, 229
 Norton David P. 225

- Opolski Krzysztof 77, 229
 Otley David 9, 229
- Palepu Krishna G. 223
 Park Young-Ryeol 223
 Patterson Margaret 21, 229
- Pearson Karl 93, 95, 106, 203, 206, 243
 Penrose Edith 8, 41, 42, 44, 45, 50, 51, 226, 229
 Phelps Edmund S. 50, 102, 103, 106, 229
 Poutvaara Panu 51, 229
- Quinn James B. 141, 142, 230
- Rajan Madhav V. 218
 Rao Rekha 80, 219
 Raphael Raphael 21
 Raviv Artur 223
 Rawls S. Waite 230
 Redding Stephen 230
 Reich Simon 220
 Reiffen David 21, 229
 Renneboog Luc 227
 Rensman Marieke 100, 230
 Ricardo David 22, 36
 Richter Ansgar 230
 Robb Alicia 51, 221
 Roberts John 227
 Roentgen Wilhelm Conrad 29
 Rosenkopf Lori 106, 217
 Rosenthal Jean-Laurent 22, 227
 Ross Stephen A. 46, 230
 Rothschild Nathan Mayer 21
 Roy William G. 24, 230
 Ruback Richard S. 223
- Saloner Garth 106, 221
 Samuel Marcus 25, 26
 Sawanhey Mohanbir 225
 Scharfstein David 222
 Scherer Frederic M. 105, 230
 Schleifer Andrei 61, 226
 Schmidt Reinhard H. 57, 61, 73, 230
 Schmidt Sascha L. 230
 Schrand Catherine M. 230
 Schroeder Johan 21
- Schumpeter Joseph A. 8, 49, 91, 92, 103, 106, 113, 230
 Schwartz Nancy Lou 105, 225
 Schwarz Leonard D. 20, 230
 Scitovsky Tibor 230
 Sedatole Karen L. 217
 Selten Reinhard 10, 11, 147, 150–155, 163, 211, 231
 Selznik Philip 42, 50, 231
 Shamroukh Nidal 228
 Shapiro Carl 106, 225
 Shapiro Matthew D. 78, 219
 Sharpe William F. 79, 231
 Shaven John B. 78, 219
 Shleifer Andrei 57, 61, 62, 228
 Smith Adam 64
 Smith Billy 27
 Smith C.F. 231
 Smith Clifford W. 227, 231
 Smith Gary 78, 218
 Smith Vera C. 227
 Smithson Charles W. 230
 Sobel Robert 18, 231
 Solow Robert M. 50, 231
 Spence Michael 106, 231
 Squire Richard C. 19, 23, 135, 223
 Stam Erik 49, 51, 222
 Stein Jeremy C. 222
 Stewart G. Bennett 47, 231
 Stiglitz Joseph E. 106, 165, 220
 Stiles Curt H. 222
 Stout Lynn A. 22, 231
 Stultz René M. 231
 Sudarsanam Sudi 106, 231
 Sundgren Stefan 81, 221
 Suppes Patrick 146, 224
 Syed Murtaza 81, 219
- Teller Robert 231
 Thomson Elihu 29
 Thurik Roy 51, 232
 Tintner Gerhard 231, 232
 Tobin James 5, 12, 77–86, 103, 113, 114, 128, 129, 141, 158–161, 183, 188, 189, 197, 201–209, 212, 218, 219, 227, 232, 243, 244, 250–253
 Trajtenberg Manuel 232

Trebilcock Michael J. 61, 220

Tremblay Jean-Marie 232

Tsui Judy S.L. 81, 232

Tuomala Juha 51, 229

Uhlaner Lorraine M. 51, 232

Unal Haluk 230

Veblen Thorstein B. 39, 232

Vishny Robert W. 57, 61, 62, 226, 228

Vlieghe Gertjan 81, 219

Walentin Karl 81, 227

Walsh James P. 232

Waśniewski Krzysztof 77, 155, 229, 232

Waters James A. 142, 228

Weber Max 232

Weidenbaum Murray L. 49, 232

Weingast Barry R. 229

Wells Martin T. 81, 221

Wereda Magdalena 77, 229

White Lawrence J. 138, 222

Williamson Oliver E. 42, 43, 139, 148, 161,
232, 233

Wilson Richard M.S. 233

Wilson Robert 46, 233

Winter Sidney G. 145, 229

Wood James T. 29

Yermack David 81, 233

Young S. Mark 9, 221

Zeira Yoram 229

Zoete Samuel de 21

Aneks

Dane na temat próbki spółek
z Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie*

* Wszystkie tabele w aneksie zostały opracowane przez autora na podstawie sprawozdań spółek.

Tabela 29. Lista spółek objętych badaniami oraz liczba obserwacji kwartalnych dla każdej z nich

Spółka	Okres objęty obserwacją, w kwartałach od IV 2007	Spółka	Okres objęty obserwacją, w kwartałach od IV 2007
ABG Spin	28	Krosno	28
ABPL	6	Kruk	24
Agora	28	Lotos	11
Alchemia	8	LZPS	28
Alma	28	Macrologic	28
Ambra	10	Mediatel	15
AMICA	26	Mieszko	28
Apator	28	MNI	14
Asseco Polska	28	Netia	28
Atlanta Poland	10	Novitus	9
ATM	14	One2One	6
ATM Grupa	16	Optimus	24
Bakalland	5	Orbis	28
BankierPL	7	PBG	14
Betacom	16	PCGuard	10
Bioton	13	PGF	28
Boryszew	28	PGNiG	9
Budimex	28	PKN Orlen	28
Cersanit	28	Polimexms	28
Comarch	28	Polnord	28
Comp	12	Prokom	28
Dębica	28	Puławy Zakłady Azotowe	9
Echo Investment	28	Rafako	28
Elektrobudowa	28	Ropczyce	28
Elzab	28	Simple	28
Energopol Południe	28	Spray	10
Eurocash	12	Swarzędz	28
Grajewo	26	Sygnity	29
Groclin	28	Świecie	28
GTC	15	Talex	28
Hyperion	6	Techmex	16
IB System	28	Teta	8
IGroup	25	TPSA	28
Indykpol	28	TVN	13
Instal Lublin	28	Vistula	28
Intercars	16	Wandalex	28
Irena	28	Wasko	24
Kęty	28	Wawel	28
KGHM	28	Yawal	28
		Żywiec	28

Tabela 30. Współczynniki korelacji liniowej Pearsona między szeregiem czasowym wskaźnika rentowności operacyjnej, a szeregiem czasowym wskaźnika q Tobina, dla poszczególnych firm z próbki badawczej

Spółka	Współczynnik korelacji Pearsona: „Rentowność operacyjna <> q Tobina”	Spółka	Współczynnik korelacji Pearsona: „Rentowność operacyjna <> q Tobina”	Spółka	Współczynnik korelacji Pearsona: „Rentowność operacyjna <> q Tobina”
ABG Spin	0,407099	Elzab	0,528870	PGF	-0,202426
ABPL	0,241398	Energopol Południe	-0,030474	PGNiG	-0,208692
Agora	0,413080	Eurocash	-0,255938	PKN Orlen	0,385591
Alchemia	-0,281340	Grajewo	0,154512	Polimexms	0,044053
Alma	-0,034757	Groclin	0,348338	Polnord	0,313031
Ambra	-0,782218	GTC	0,334015	Prokom	0,031480
AMICA	0,313493	Hyperion	-0,095980	Puławy Zakłady Azotowe	0,097012
Apator	0,049077	IB System	0,207174	Rafako	-0,043507
Asseco Polska	0,211387	IGroup	0,350460	Ropczyce	0,071580
Atlanta Poland	0,137037	Indykpol	-0,161373	Simple	0,236288
ATM	0,135592	Instal Lublin	0,406878	Spray	0,159243
ATM Grupa	0,011259	Intercars	0,761488	Swarzędz	-0,131522
Bakalland	-0,674609	Irena	-0,116734	Sygnity	0,312791
BankierPL	-0,231166	Kęty	-0,169827	Świecie	0,764073
Betacom	-0,288226	KGHM	0,687003	Talex	-0,109348
Bioton	0,152023	Krosno	-0,295089	Techmex	-0,019491
Boryszew	-0,572960	Kruk	0,489487	Teta	-0,505672
Budimex	-0,056990	Lotos	0,327251	TPSA	0,055389
Cersanit	-0,095787	LZPS	0,233360	TVN	0,172209
Comarch	0,374265	Macrologic	0,377731	Vistula	0,358698
Comp	-0,386417	Mediatel	-0,186774	Wandalex	0,007536
Dębica	0,300083	Mieszko	-0,438670	Wasko	0,351160
Echo Investment	0,097040	MNI	0,037128	Wawel	0,558553
Elektrobudowa	0,153675	Netia	-0,129233	Yawal	-0,359651
Novitus	0,447167	Orbis	0,208565	Żywiec	0,296376
One2One	-0,181954	PBG	-0,420156		
Optimus	-0,132648	PCGuard	-0,650153		

Tabela 31. Średnie arytmetyczne z szeregów czasowych wskaźnika q Tobina, jego komponentów – akcji i długu – oraz wskaźnika rentowności operacyjnej, dla poszczególnych firm z próbki badawczej

Spółka	Średnia arytmetyczna komponentu akcji w q Tobina	Średnia arytmetyczna komponentu długu w q Tobina	Średnia arytmetyczna q Tobina	Średnia rentowność operacyjna
ABG Spin	1,32	0,36	1,68	0,2%
ABPL	0,67	0,77	1,44	1,2%
Agora	2,11	0,21	2,32	8,6%
Alchemia	4,52	0,45	4,97	23,7%
Alma	0,80	0,56	1,36	4,1%
Ambra	0,80	0,62	1,42	4,8%
AMICA	0,32	0,68	1,00	2,8%
Apator	1,01	0,35	1,36	13,6%
Asseco Polska	1,52	0,47	2,00	4,3%
Atlanta Poland	1,10	0,49	1,60	1,5%
ATM	2,37	0,33	2,70	11,4%
ATM Grupa	8,44	0,15	8,59	22,0%
Bakalland	1,69	0,53	2,21	7,1%
BankierPL	4,85	0,12	4,97	5,9%
Betacom	1,08	0,48	1,55	2,0%
Bioton	2,55	0,31	2,86	33,7%
Boryszew	0,40	0,63	1,03	7,9%
Budimex	0,68	0,70	1,38	-0,2%
Cersanit	0,84	0,58	1,43	19,7%
Comarch	2,04	0,43	2,47	6,2%
Comp	1,50	0,39	1,89	12,8%
Dębica	1,06	0,37	1,42	6,3%
Echo Investment	0,66	0,67	1,33	61,6%
Elektrobudowa	0,88	0,58	1,46	4,3%
Elzab	0,51	0,45	0,95	7,3%
Energopol Południe	0,63	0,39	1,03	-4,9%
Eurocash	1,49	0,68	2,17	1,9%
Grajewo	0,80	0,47	1,26	12,0%
Groclin	0,96	0,53	1,49	7,3%
GTC	0,75	0,46	1,21	243,0%
Hyperion	1,80	0,17	1,97	24,3%
IB System	0,93	1,29	2,22	-10,7%
IGroup	2,41	0,29	2,70	-18,3%
Indykpol	0,62	0,65	1,27	3,2%
Instal Lublin	0,50	0,66	1,16	-7,5%
Intercars	1,28	0,75	2,03	3,7%
Irena	0,74	0,41	1,14	0,4%
Kęty	0,39	0,39	0,79	11,9%

KGHM	0,81	0,51	1,32	16,6%
Krosno	0,19	0,59	0,77	4,1%
Kruk	1,44	0,53	1,97	5,8%
Lotos	0,67	0,36	1,03	6,5%
LZPS	0,90	0,39	1,29	0,1%
Macrologic	2,02	0,32	2,34	9,2%
Mediatel	1,03	0,46	1,49	-3,8%
Mieszko	0,54	0,67	1,21	4,2%
MNI	0,96	0,47	1,44	11,3%
Netia	0,49	0,37	0,86	-35,1%
Novitus	1,84	0,35	2,19	14,3%
One2One	3,27	0,44	3,71	5,8%
Optimus	1,31	0,83	2,14	-4,9%
Orbis	0,77	0,25	1,02	7,8%
PBG	2,12	0,60	2,72	9,5%
PCGuard	0,75	0,11	0,86	18,3%
PGF	0,50	0,86	1,36	2,1%
PGNiG	0,80	0,30	1,10	8,7%
PKN Orlen	0,60	0,50	1,09	5,6%
Polimexms	0,70	0,69	1,39	4,1%
Polnord	0,89	0,78	1,67	1,4%
Prokom	1,20	0,60	1,79	10,0%
Puławy Zakłady Azotowe	0,94	0,27	1,20	8,4%
Rafako	0,54	0,59	1,12	2,2%
Ropczyce	0,46	0,39	0,84	4,3%
Simple	0,93	0,45	1,38	-0,9%
Spray	2,74	0,27	3,00	14,7%
Swarzędz	1,15	1,13	2,28	-24,3%
Sygnity	1,52	0,57	2,08	2,8%
Świecie	1,52	0,42	1,94	12,6%
Talex	0,94	0,26	1,20	2,4%
Techmex	0,65	0,59	1,24	3,0%
Teta	3,99	0,25	4,24	16,9%
TPSA	0,74	0,56	1,30	17,5%
TVN	1,52	0,64	2,16	28,5%
Vistula	1,27	0,45	1,72	-0,6%
Wandalex	0,96	0,51	1,47	4,2%
Wasko	1,40	0,43	1,83	-12,1%
Wawel	1,24	0,40	1,64	9,1%
Yawal	0,15	0,74	0,89	5,7%
Żywiec	2,04	0,55	2,59	9,6%

Tabela 32. Struktura akcjonariatu badanych spółek na dzień 31 grudnia 2007 roku, część I

Spółka	Udział free float w akcjonariacie	Udział inwestorów finansowych w akcjonariacie	Uprzywilejowanie inwestorów finansowych (liczba głosów/ liczba akcji)	Udział inwestorów finansowych w głosach
ABG Spin	38,85%	16,54%	1,00	16,5%
ABPL	37,11%	29,92%	0,92	27,6%
Agora	56,99%	28,42%	0,76	21,5%
Alchemia	7,62%	0,00%	1,00	0,0%
Alma	39,95%	25,08%	0,64	16,0%
Ambra	27,51%	11,37%	1,00	11,4%
AMICA	55,78%	8,30%	0,75	6,2%
Apator	50,79%	8,54%	0,68	5,8%
Asseco Polska	62,75%	9,50%	1,19	11,4%
Atlanta Poland	27,66%	15,32%	1,00	15,3%
ATM	43,63%	29,89%	1,00	29,9%
ATM Grupa	41,91%	7,28%	0,79	5,7%
Bakalland	41,36%	0,00%	1,00	0,0%
BankierPL	45,23%	54,77%	1,00	54,8%
Betacom	66,05%	0,00%	1,00	0,0%
Bioton	48,39%	10,00%	1,00	10,0%
Boryszew	22,32%	12,20%	1,00	12,2%
Budimex	26,72%	14,22%	1,00	14,2%
Cersanit	53,75%	0,00%	1,00	0,0%
Comarch	30,14%	27,01%	0,53	14,3%
Comp	37,17%	36,90%	1,00	36,9%
Dębica	34,01%	0,00%	1,00	0,0%
Echo Investment	34,93%	25,83%	1,00	25,8%
Elektrobudowa	39,10%	60,90%	1,00	60,9%
Elzab	38,53%	36,16%	0,94	34,1%
Energopol Południe	39,31%	32,97%	1,00	33,0%
Eurocash	35,61%	10,17%	1,00	10,2%
Grajewo	24,97%	9,93%	1,00	9,9%
Groclin	39,79%	6,60%	0,78	5,2%
GTC	41,41%	12,47%	1,00	12,5%
Hyperion	59,39%	5,62%	1,00	5,6%
IB System	75,77%	19,05%	1,00	19,1%
IGroup	32,26%	31,50%	1,00	31,5%
Indykpol	37,34%	0,00%	1,00	0,0%
Instal Lublin	34,50%	0,00%	1,00	0,0%
Intercars	35,40%	5,17%	1,00	5,2%
Irena	10,94%	0,00%	1,00	0,0%
Kęty	71,58%	28,42%	1,00	28,4%

KGHM	58,21%	41,79%	1,00	41,8%
Krosno	40,68%	10,00%	1,00	10,0%
Kruk	28,89%	5,11%	1,00	5,1%
Lotos	41,16%	58,84%	1,00	58,8%
LZPS	29,72%	24,71%	1,00	24,7%
Macrologic	39,41%	0,00%	1,00	0,0%
Mediatel	23,48%	0,00%	1,00	0,0%
Mieszko	34,00%	0,00%	1,00	0,0%
MNI	49,05%	6,44%	1,00	6,4%
Netia	34,22%	36,52%	1,00	36,5%
Novitus	42,11%	11,86%	1,00	11,9%
One2One	41,12%	40,19%	1,00	40,2%
Optimus	82,02%	0,00%	1,00	0,0%
Orbis	29,10%	25,43%	1,00	25,4%
PBG	52,94%	13,59%	0,75	10,2%
PCGuard	100,00%	0,00%	1,00	0,0%
PGF	67,78%	16,68%	0,64	10,7%
PGNiG	15,26%	84,74%	1,00	84,7%
PKN Orlen	72,48%	27,52%	1,00	27,5%
Polimexms	66,62%	33,38%	1,00	33,4%
Polnord	42,47%	6,42%	1,00	6,4%
Prokom	51,27%	16,72%	0,95	15,9%
Puławy Zakłady Azotowe	34,37%	55,73%	1,00	55,7%
Rafako	18,03%	69,50%	1,00	69,5%
Ropczyce	32,18%	20,85%	1,00	20,9%
Simple	49,46%	30,46%	0,85	26,0%
Spray	32,56%	23,93%	0,76	18,3%
Swarzędz	72,95%	27,05%	1,00	27,1%
Sygnity	71,03%	28,97%	1,00	29,0%
Świecie	18,47%	15,53%	1,00	15,5%
Talex	24,46%	0,00%	1,00	0,0%
Techmex	35,00%	36,90%	1,00	36,9%
Teta	38,47%	52,31%	1,00	52,3%
TPSA	40,97%	10,45%	1,00	10,5%
TVN	40,73%	0,00%	1,00	0,0%
Vistula	52,40%	41,72%	1,00	41,7%
Wandalex	26,34%	0,00%	1,00	0,0%
Wasko	16,34%	0,00%	1,00	0,0%
Wawel	25,24%	22,64%	1,00	22,6%
Yawal	24,05%	50,07%	0,63	31,6%
Żywiec	2,06%	0,00%	1,00	0,0%

Tabela 33. Struktura akcjonariatu badanych spółek na dzień 31 grudnia 2007 roku, część II

Spółka	Udział akcji pracowniczych i menedżerskich w akcjonariacie	Udział inwestorów strategicznych w akcjonariacie, w tym akcje własne spółki	Uprzywilejowanie akcji inwestorów strategicznych (liczba głosów/ liczba akcji)	Udział inwestorów strategicznych w głosach
ABG Spin	4,84%	44,6%	1,00	44,61%
ABPL	5,06%	33,0%	1,15	38,05%
Agora	4,89%	14,6%	2,39	34,87%
Alchemia	0,00%	92,5%	1,00	92,45%
Alma	4,63%	35,0%	1,60	55,89%
Ambra	0,00%	61,1%	1,00	61,12%
AMICA	0,00%	35,9%	1,44	51,78%
Apator	0,00%	40,7%	1,19	48,41%
Asseco Polska	2,81%	27,8%	1,20	33,19%
Atlanta Poland	1,64%	57,0%	1,00	57,02%
ATM	0,86%	16,4%	1,00	16,39%
ATM Grupa	0,00%	50,8%	1,20	61,18%
Bakalland	0,00%	58,6%	1,00	58,64%
BankierPL	0,26%	0,0%	1,00	0,00%
Betacom	8,42%	34,0%	1,00	33,95%
Bioton	1,29%	41,6%	1,00	41,61%
Boryszew	0,00%	65,5%	1,00	65,21%
Budimex	2,01%	59,1%	1,00	59,06%
Cersanit	0,00%	46,3%	1,00	46,25%
Comarch	9,30%	42,9%	1,61	69,15%
Comp	0,00%	25,9%	1,00	25,93%
Dębica	12,32%	66,0%	1,00	65,99%
Echo Investment	0,00%	39,2%	1,00	39,24%
Elektrobudowa	5,25%	0,0%	1,00	0,00%
Elzab	0,00%	25,3%	1,26	31,83%
Energopol Południe	0,00%	27,7%	1,00	27,72%
Eurocash	5,75%	54,2%	1,00	54,22%
Grajewo	0,00%	65,1%	1,00	65,10%
Groclin	0,00%	53,6%	1,19	63,69%
GTC	0,99%	46,1%	1,00	46,12%
Hyperion	8,64%	29,8%	1,00	29,84%
IB System	0,65%	5,2%	1,00	5,18%
IGroup	6,72%	36,2%	1,00	36,24%
Indykpol	28,80%	62,7%	1,32	82,58%
Instal Lublin	0,00%	65,5%	1,00	65,50%
Intercars	0,34%	59,4%	1,00	59,43%
Irena	14,43%	89,1%	1,00	89,06%

Kęty	11,64%	0,0%	1,00	0,00%
KGHM	0,00%	0,0%	1,00	0,00%
Krosno	8,90%	49,3%	1,00	49,32%
Kruk	0,49%	66,0%	1,00	66,00%
Lotos	0,00%	0,0%	1,00	0,00%
LZPS	0,00%	45,6%	1,00	45,57%
Macrologic	4,70%	60,6%	1,07	65,08%
Mediatel	0,00%	76,5%	1,00	76,52%
Mieszko	1,75%	66,0%	1,00	66,00%
MNI	0,62%	44,5%	1,00	44,51%
Netia	4,88%	29,3%	1,00	29,26%
Novitus	6,09%	46,0%	1,00	46,03%
One2One	0,00%	18,7%	1,00	18,69%
Optimus	0,00%	18,0%	1,00	17,98%
Orbis	0,12%	45,5%	1,00	45,47%
PBG	2,46%	33,5%	1,50	50,14%
PCGuard	9,09%	0,0%	1,00	0,00%
PGF	5,07%	15,5%	2,93	45,51%
PGNiG	0,00%	0,0%	1,00	0,00%
PKN Orlen	5,60%	0,0%	1,00	0,00%
Polimexms	5,17%	0,0%	1,00	0,00%
Polnord	2,99%	51,1%	1,00	51,11%
Prokom	5,49%	32,0%	1,05	33,68%
Puławy Zakłady Azotowe	0,00%	9,9%	1,00	9,90%
Rafako	0,00%	12,5%	1,00	12,47%
Ropczyce	0,00%	47,0%	1,00	46,97%
Simple	2,27%	20,1%	1,72	34,44%
Spray	2,51%	43,5%	1,31	56,86%
Swarzędz	0,00%	0,0%	1,00	0,00%
Sygnity	17,14%	0,0%	1,00	0,00%
Świecie	0,00%	66,0%	1,00	66,00%
Talex	0,00%	75,5%	1,04	78,48%
Techmex	3,58%	28,1%	1,00	28,10%
Teta	5,00%	9,2%	1,00	9,22%
TPSA	0,00%	48,6%	1,00	48,58%
TVN	2,47%	59,3%	1,00	59,27%
Vistula	0,84%	5,9%	1,00	5,88%
Wandalex	17,42%	73,7%	1,06	77,90%
Wasko	0,00%	83,7%	1,00	83,66%
Wawel	0,00%	52,1%	1,00	52,11%
Yawal	0,00%	25,9%	2,06	53,30%
Żywiec	2,42%	97,9%	1,00	97,94%

Tabela 34. Łączna wartość aktywów¹ firm (tys. zł) w poszczególnych obszarach rozkładu badanego zbioru według modalności korelacji liniowej oraz kwartyli q Tobina

Modalność korelacji liniowej „ q Tobina <> rentowność operacyjna”	Pierwszy kwartył rozkładu q Tobina	Drugi kwartył rozkładu q Tobina	Trzeci kwartył rozkładu q Tobina	Czwarty kwartył rozkładu q Tobina	Suma
<i>Istotna dodatnia</i>	38 722 984,33	11 023 460,54	3 920 993,10	1 811 307,61	55 478 745,57
<i>Istotna ujemna</i>	1 504 902,70	637 352,57	171 961,50	1 089 592,54	3 403 809,31
<i>Nieistotna</i>	38 779 835,92	45 045 938,10	4 853 359,44	4 587 276,68	93 266 410,13
Suma	79 007 722,95	56 706 751,20	8 946 314,04	7 488 176,83	152 148 965,02

Tabela 35. Średnia wartość aktywów firm (tys. zł) w poszczególnych obszarach rozkładu badanego zbioru według modalności korelacji liniowej oraz kwartyli q Tobina

Modalność korelacji liniowej „ q Tobina <> rentowność operacyjna”	Pierwszy kwartył rozkładu q Tobina	Drugi kwartył rozkładu q Tobina	Trzeci kwartył rozkładu q Tobina	Czwarty kwartył rozkładu q Tobina	Średnia
<i>Istotna dodatnia</i>	6 453 830,72	5 511 730,27	392 099,31	362 261,52	2 412 119,37
<i>Istotna ujemna</i>	501 634,23	318 676,29	171 961,50	363 197,51	378 201,03
<i>Nieistotna</i>	3 525 439,63	2 815 371,13	539 262,16	417 025,15	1 984 391,70
Średnia	3 950 386,15	2 835 337,56	447 315,70	394 114,57	1 925 936,27

Tabela 36. Średnia rentowność operacyjna firm w poszczególnych obszarach rozkładu badanego zbioru według modalności korelacji liniowej oraz kwartyli q Tobina

Modalność korelacji liniowej „ q Tobina <> rentowność operacyjna”	Pierwszy kwartył rozkładu q Tobina	Drugi kwartył rozkładu q Tobina	Trzeci kwartył rozkładu q Tobina	Czwarty kwartył rozkładu q Tobina	Średnia
<i>Istotna dodatnia</i>	42,9%	11,5%	3,0%	4,0%	14,4%
<i>Istotna ujemna</i>	10,6%	4,5%	12,8%	11,2%	9,7%
<i>Nieistotna</i>	0,9%	9,8%	7,3%	8,5%	7,0%
Średnia	15,0%	9,4%	5,5%	7,7%	9,4%

¹ Tam, gdzie mowa o wartości aktywów badanych firm, wartość ta jest obliczana jako ŚREDNIA ARYTMETYCZNA Z SZEREGU CZASOWEGO OBSERWACJI. Można ją więc interpretować jako przeciętną długookresową wartość aktywów. Celem takiego uśrednienia było zniwelowanie skutków chwilowych zmian w wartości aktywów poszczególnych firm.

Tabela 37. Średnia dźwignia finansowa (relacja różnicy między wartością aktywów a wartością kapitałów własnych do wartości aktywów) firm w poszczególnych obszarach rozkładu badanego zbioru według modalności korelacji liniowej oraz kwartyli q Tobina

Modalność korelacji liniowej „ q Tobina <> rentowność operacyjna”	Pierwszy kwartył rozkładu q Tobina	Drugi kwartył rozkładu q Tobina	Trzeci kwartył rozkładu q Tobina	Czwarty kwartył rozkładu q Tobina	Średnia
<i>Istotna dodatnia</i>	51,9%	43,6%	52,3%	32,0%	47,0%
<i>Istotna ujemna</i>	49,3%	64,5%	38,8%	45,8%	50,4%
<i>Nieistotna</i>	38,1%	58,4%	51,6%	51,9%	50,8%
Średnia	43,9%	57,5%	51,3%	45,7%	49,7%

Tabela 38. Średni udział free float w akcjonariacie firm w poszczególnych obszarach rozkładu badanego zbioru według modalności korelacji liniowej oraz kwartyli q Tobina

Modalność korelacji liniowej „ q Tobina <> rentowność operacyjna”	Pierwszy kwartył rozkładu q Tobina	Drugi kwartył rozkładu q Tobina	Trzeci kwartył rozkładu q Tobina	Czwarty kwartył rozkładu q Tobina	Średnia
<i>Istotna dodatnia</i>	47,3%	46,1%	36,9%	40,2%	41,1%
<i>Istotna ujemna</i>	48,8%	30,8%	37,2%	44,3%	42,0%
<i>Nieistotna</i>	31,8%	42,7%	48,9%	40,6%	40,8%
Średnia	39,0%	41,8%	42,3%	41,1%	41,1%

Tabela 39. Średni udział inwestorów finansowych w akcjonariacie firm w poszczególnych obszarach rozkładu badanego zbioru według modalności korelacji liniowej oraz kwartyli q Tobina

Modalność korelacji liniowej „ q Tobina <> rentowność operacyjna”	Pierwszy kwartył rozkładu q Tobina	Drugi kwartył rozkładu q Tobina	Trzeci kwartył rozkładu q Tobina	Czwarty kwartył rozkładu q Tobina	Średnia
<i>Istotna dodatnia</i>	23,9%	20,9%	14,9%	19,8%	18,8%
<i>Istotna ujemna</i>	20,8%	5,7%	36,9%	22,0%	19,6%
<i>Nieistotna</i>	33,1%	20,8%	5,2%	20,2%	20,6%
Średnia	28,5%	19,3%	11,6%	20,4%	20,0%

Tabela 40. Średnie uprzywilejowanie akcji (liczba głosów/ liczba akcji) inwestorów finansowych w akcjonariacie firm w poszczególnych obszarach rozkładu badanego zbioru według modalności korelacji liniowej oraz kwartyli q Tobina

Modalność korelacji liniowej „ q Tobina <> rentowność operacyjna”	Pierwszy kwartył rozkładu q Tobina	Drugi kwartył rozkładu q Tobina	Trzeci kwartył rozkładu q Tobina	Czwarty kwartył rozkładu q Tobina	Średnia
<i>Istotna dodatnia</i>	0,9490	1,0000	0,9782	0,8573	0,9462
<i>Istotna ujemna</i>	0,8753	1,0000	1,0000	0,9166	0,9306
<i>Nieistotna</i>	1,0000	0,9208	1,0161	0,9593	0,9666
Średnia	0,9660	0,9366	0,9963	0,9257	0,9566

Tabela 41. Średni udział głosów inwestorów finansowych, z uwzględnieniem uprzywilejowania akcji, w akcjonariacie firm w poszczególnych obszarach rozkładu badanego zbioru według modalności korelacji liniowej oraz kwartyli q Tobina

Modalność korelacji liniowej „ q Tobina <> rentowność operacyjna”	Pierwszy kwartył rozkładu q Tobina	Drugi kwartył rozkładu q Tobina	Trzeci kwartył rozkładu q Tobina	Czwarty kwartył rozkładu q Tobina	Średnia
<i>Istotna dodatnia</i>	23,2%	20,9%	14,7%	15,8%	17,7%
<i>Istotna ujemna</i>	14,6%	5,7%	36,9%	20,8%	17,2%
<i>Nieistotna</i>	33,1%	19,3%	5,4%	19,6%	19,9%
Średnia	27,4%	18,1%	11,6%	18,8%	19,0%

Tabela 42. Średni udział akcji pracowniczych i menedżerskich w akcjonariacie firm w poszczególnych obszarach rozkładu badanego zbioru według modalności korelacji liniowej oraz kwartyli q Tobina

Modalność korelacji liniowej „ q Tobina <> rentowność operacyjna”	Pierwszy kwartył rozkładu q Tobina	Drugi kwartył rozkładu q Tobina	Trzeci kwartył rozkładu q Tobina	Czwarty kwartył rozkładu q Tobina	Średnia
<i>Istotna dodatnia</i>	1,1%	6,2%	2,7%	6,3%	3,4%
<i>Istotna ujemna</i>	3,0%	0,9%	0,0%	2,5%	2,0%
<i>Nieistotna</i>	3,6%	3,9%	5,2%	1,3%	3,5%
Średnia	2,8%	3,8%	3,7%	2,8%	3,3%

Tabela 43. Średni udział akcji inwestorów strategicznych w akcjonariacie firm w poszczególnych obszarach rozkładu badanego zbioru według modalności korelacji liniowej oraz kwartyli q Tobina

Modalność korelacji liniowej „ q Tobina <> rentowność operacyjna”	Pierwszy kwartył rozkładu q Tobina	Drugi kwartył rozkładu q Tobina	Trzeci kwartył rozkładu q Tobina	Czwarty kwartył rozkładu q Tobina	Średnia
<i>Istotna dodatnia</i>	28,8%	33,0%	48,2%	40,1%	40,1%
<i>Istotna ujemna</i>	30,5%	63,6%	25,9%	33,8%	38,4%
<i>Nieistotna</i>	35,1%	36,5%	45,3%	38,3%	38,3%
Średnia	32,5%	38,8%	45,8%	38,0%	38,8%

Tabela 44. Średnie uprzywilejowanie akcji (liczba głosów/ liczba akcji) inwestorów strategicznych w akcjonariacie firm w poszczególnych obszarach rozkładu badanego zbioru według modalności korelacji liniowej oraz kwartyli q Tobina

Modalność korelacji liniowej „ q Tobina <> rentowność operacyjna”	Pierwszy kwartył rozkładu q Tobina	Drugi kwartył rozkładu q Tobina	Trzeci kwartył rozkładu q Tobina	Czwarty kwartył rozkładu q Tobina	Średnia
<i>Istotna dodatnia</i>	1,1165	1,0000	1,0188	1,4156	1,1289
<i>Istotna ujemna</i>	1,3518	1,0000	1,0000	1,1660	1,1726
<i>Nieistotna</i>	1,0035	1,2440	1,0340	1,0464	1,1013
Średnia	1,0897	1,1952	1,0247	1,1625	1,1174

Tabela 45. Średni udział głosów inwestorów strategicznych, z uwzględnieniem uprzywilejowania akcji, w akcjonariacie firm w poszczególnych obszarach rozkładu badanego zbioru według modalności korelacji liniowej oraz kwartyli q Tobina

Modalność korelacji liniowej „ q Tobina <> rentowność operacyjna”	Pierwszy kwartył rozkładu q Tobina	Drugi kwartył rozkładu q Tobina	Trzeci kwartył rozkładu q Tobina	Czwarty kwartył rozkładu q Tobina	Średnia
<i>Istotna dodatnia</i>	32,5%	33,0%	49,2%	50,3%	43,7%
<i>Istotna ujemna</i>	39,5%	63,6%	25,9%	39,3%	43,3%
<i>Nieistotna</i>	35,3%	42,6%	46,6%	40,4%	41,1%
Średnia	35,1%	43,7%	46,9%	42,8%	42,1%

